

**Chuyên gia phân tích**

Khalil Belhimeur, +65 6427 5125  
Standard Chartered Bank, Singapore  
Fixed Income Strategist  
[Khalil.Belhimeur@standardchartered.com](mailto:Khalil.Belhimeur@standardchartered.com)

**Việt Nam – Lãi suất trái phiếu trên thị trường tăng không bền vững**

09:00 GMT 30 tháng 3 năm 2009

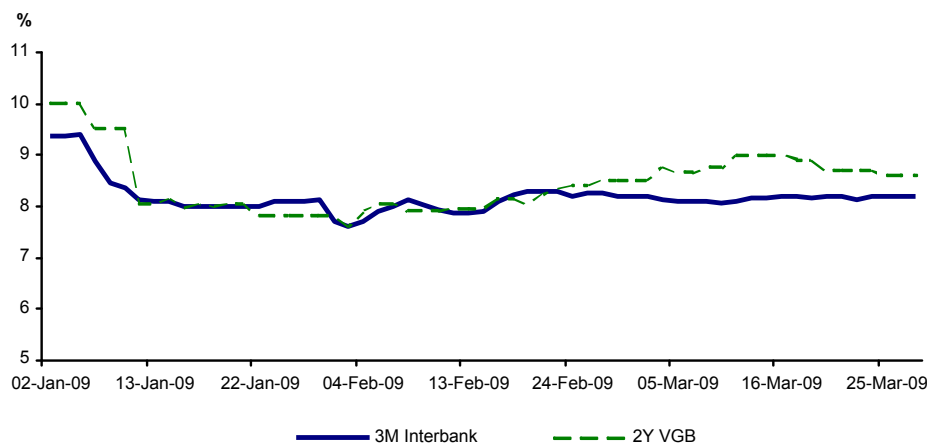
- Thất chặt tính thanh khoản đẩy lãi suất trái phiếu trên thị trường tăng cao hơn
- Những quan ngại về phát hành trái phiếu có thể là quá mức
- Nhu cầu về trái phiếu lại trở dậy khi hoạt động kinh tế chậm lại và tính thanh khoản quay trở lại

**Tính thanh khoản của thị trường**

Sau khi lãi suất trái phiếu trên thị trường tăng mạnh trong những tháng đầu năm, do việc nói lỏng mạnh tay của NHNN và tính thanh khoản của thị trường tăng, thị trường trái phiếu Việt Nam đã chứng kiến một sự điều chỉnh. Trái phiếu kỳ hạn 2 năm và 5 năm đã thoát ra khỏi lãi suất thấp lần lượt ở mức 7.6% và 7.95%, và hiện đang giao dịch ở mức cao hơn khoảng 100 điểm cơ bản.

Nguyên nhân đằng sau xu thế đảo ngược này chính là việc thất chặt tính thanh khoản. Thời điểm Tết Nguyên đán, được miêu tả là thời điểm mà nhu cầu tín dụng tiêu dùng tăng cao, đã vắt kiệt tiền dự trữ ra khỏi khu vực ngân hàng. Tính thanh khoản của hệ thống được mong đợi sẽ dần quay trở lại. Tuy nhiên, viễn cảnh được hiện thực hóa một cách chậm chạp. Với lãi suất thấp và triển vọng không mấy sáng sủa của VND, các nguồn dự trữ có lẽ đã chuyển sang đồng USD và các tài sản khác. Phản ứng lại sự gia tăng của việc thất chặt tính thanh khoản, các ngân hàng (tầng lớp nhà đầu tư trái phiếu phổ biến nhất) bắt đầu trút bỏ gánh nặng nắm giữ trái phiếu. Đối với một số ít nhà đầu tư trên thị trường, độ chênh lệch mua - bán được nới rộng và hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp bị suy yếu.

**Hình 1: Tính thanh khoản tác động lên lãi suất trái phiếu**



Nguồn: Standard Chartered Global Research



Nhận thức được tình hình này, NHNN đã can thiệp bằng cách cung cấp tính thanh khoản cần thiết thông qua các nghiệp vụ thị trường mở. Cụ thể, NHNN đã rót 17,2 nghìn tỉ VND vào hệ thống ngân hàng tại đỉnh điểm của thắt chặt tính thanh khoản vào nửa cuối tháng 2. Điều này đã làm giảm **lãi suất repo ngược** (RRP) xuống còn 7.5% - trước Tết nguyên đán, lãi suất này giữ ở mức 8%. Thêm vào đó, NHNN cũng quyết định cắt giảm yêu cầu dự trữ tiền gửi dưới 1 năm từ 5% xuống 3% vào cuối tháng 2. Biện pháp này đã giúp giải phóng khoảng 20-30 nghìn tỉ VND vào hệ thống ngân hàng. Các chính sách đa dạng của NHNN đang mang lại những tín hiệu tốt với việc lãi suất liên ngân hàng, mặc dù vẫn chưa ổn định, song đang có xu hướng giảm.

### Gói kích thích tài chính và biện pháp giải phóng thị trường tín dụng

Chính phủ Việt Nam đã đặt tăng trưởng tín dụng lên ưu tiên hàng đầu, thiết lập mục tiêu trước mắt cho tăng trưởng các khoản vay là 20% trong năm 2009. Để đạt được mục tiêu này, chính phủ đã dỡ bỏ trần lãi suất (trước đây gấp 1,5 lần lãi suất cơ bản) cho các khoản vay tiêu dùng và để lãi suất được điều tiết bởi thị trường. Hơn nữa, NHNN cũng đã quyết định bảo lãnh những khoản vay ngân hàng cho các DNVVN đạt yêu cầu, cho phép họ tiếp cận các gói cho vay với lãi suất thấp. Quan trọng hơn, lượng giải ngân đầu tiên (1 tỉ đô la Mỹ) trong gói kích thích tài chính trị giá 6 tỉ đô la Mỹ của chính phủ đã được sử dụng để tạo ra các khoản tín dụng với lãi suất thấp và chú trọng đến một số lĩnh vực cụ thể của nền kinh tế (hầu hết là các DNVVN). Cụ thể, việc thực thi gói hỗ trợ lãi suất vào đầu tháng 2 mà thông qua đó chính phủ sẽ hỗ trợ trả lãi suất (tối đa là 4% một năm) đã giải ngân được tổng cộng 179 nghìn tỉ VND (tính đến ngày 26/3).

Diễn biến này ban đầu được cho là ảnh hưởng tiêu cực tới trái phiếu bởi thị trường trái phiếu và vay nợ phải cạnh tranh cho số lượng vốn có hạn. Nó cũng trở thành một trong những nguyên nhân chính làm tính thanh khoản của thị trường bị thắt chặt. Về bề ngoài, dường như vấn đề đã tìm ra nguyên nhân nhưng tìm hiểu sâu hơn đã hé lộ một khía cạnh khác. Tăng trưởng cho vay trong tháng 2 tương đối thấp 0.23% so với tháng trước (0.52% trong tháng 1). Con số này cho thấy thực tế rằng trong khi tổng lượng vay đang tăng lên, nhưng số lượng thực tăng nhỏ hơn rất nhiều. Với những khoản vay đăng ký sau khi thi hành chính sách hỗ trợ lãi suất đạt yêu cầu hưởng gói hỗ trợ lãi suất, hầu hết các doanh nghiệp đạt yêu cầu đã đảo nợ để tận dụng gói hỗ trợ lãi suất. Như vậy, việc tăng mạnh các khoản vay không nên xem là nguyên nhân chính thắt chặt tính thanh khoản của thị trường, và rất có thể là diễn biến tạm thời. Hơn nữa, với các hoạt động kinh tế dự đoán sẽ chậm lại, tỉ lệ tăng trưởng ổn định tín dụng thực này không được xem là hợp lý trong trung hạn.

Trên lý thuyết, hỗ trợ thanh toán lãi suất là một biện pháp hiệu quả để kích thích thị trường tín dụng. Tuy nhiên, rõ ràng thấy rằng việc các doanh nghiệp sử dụng gói hỗ trợ lãi suất này đã không đem lại mục đích cơ bản, cụ thể là thúc đẩy hoạt động kinh tế. Hơn nữa, một số tin đồn rằng các DNVVN vay tiền với lãi suất thấp (tận dụng gói hỗ trợ lãi suất) để mang gửi vào hệ thống ngân hàng (hầu hết dưới hình thức tiền gửi) để hưởng phần tiền lãi chênh lệch, cũng gây nên sự quan ngại cho thị trường.

### Nhu cầu chi tiêu của Chính phủ

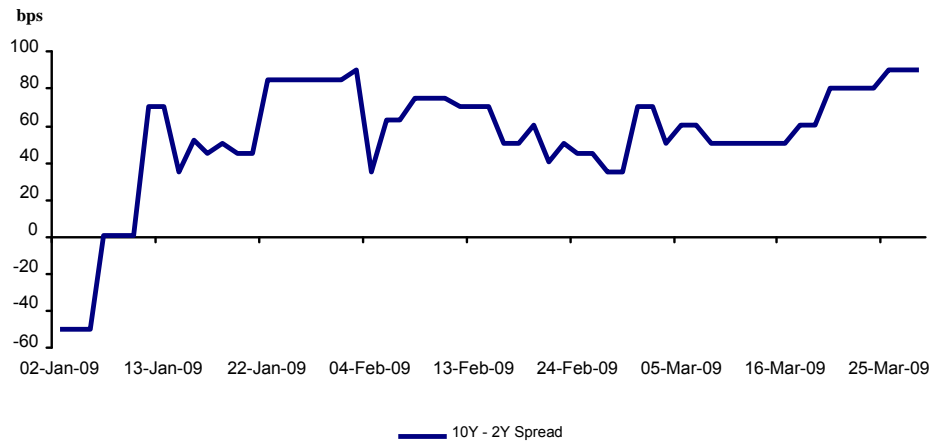
Nền kinh tế Việt Nam vẫn đang tăng trưởng, với tăng trưởng GDP trong Quý 1 năm 2009 là 3.1% so với cùng kỳ năm ngoái. Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng của cả năm là 6.5%, tuy nhiên, điều này dường như là quá tham vọng. Số liệu thương mại quốc tế cho thấy dấu hiệu đang chạm mức đáy, và vẫn trong tình trạng âm ảm. Việt Nam, với tỉ lệ xuất khẩu trên GDP là 0.75, vẫn bị ảnh hưởng bởi hoạt động tiêu dùng thất thường của các nước. Trong khi một số thấy lạc quan khi nhìn vào báo cáo cán cân thương mại dương, nhưng sự tăng trưởng này thực chất cho thấy hoạt động tiêu dùng nội địa đang suy giảm. Hơn nữa, sản lượng công nghiệp trong nước Quý 1 năm 2009 được báo cáo là tăng trưởng 2.1% so với cùng kỳ năm ngoái, mức thấp nhất kể từ năm 1990, càng cho thấy sự suy yếu trong hoạt động kinh tế.

Sự hỗ trợ từ các nhà đầu tư quốc tế cũng đang giảm dần. Số lượng các dự án FDI giảm, theo báo cáo của chính phủ, số liệu này giảm 70% trong Quý 1 so với cùng kỳ năm ngoái. Dòng vốn chảy ra khỏi các thị trường tài chính cũng đang được cân nhắc khi mà tỷ lệ nắm giữ cả cổ phiếu và trái phiếu của nhà đầu tư nước ngoài đang giảm. Có thể hiểu được rằng đây là tình hình chung trong khu vực, với làn sóng e ngại của các nhà đầu tư trên toàn cầu và sự giảm giá trước đây của đồng AXJ.

Hơn nữa, trong bối cảnh nguồn vốn được kiểm soát chặt và tỉ lệ lợi tức thấp đối với các khoản đầu tư bằng tiền VND (do nền kinh tế suy yếu và lãi suất tương đối thấp), dòng vốn của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ không chảy vào thị trường Việt Nam trong thời gian ngắn tới.

Vì thế, nhu cầu chi tiêu của Chính phủ cần phải tăng lên là điều tất yếu. Theo đó, Chính phủ được thông báo sẽ chi khoảng 17 tỉ đô la Mỹ trong năm nay để phục hồi nền kinh tế. Mặc dù gói kích cầu trị giá 6 tỉ đô la Mỹ đã được thông qua song cho đến nay mới chỉ có 1 tỉ đô la Mỹ được giải ngân (thông qua gói hỗ trợ lãi suất). Phần còn lại được mong đợi sẽ hỗ trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng và thực hiện việc cắt giảm thuế. Quy mô nhỏ của kế hoạch chi tiêu đã nêu ra những quan ngại về việc cung cấp vốn cho phần thiếu hụt ngân sách, khi doanh thu của Chính phủ dự đoán sẽ suy giảm. Đây là một trong những nguyên nhân đằng sau sự dao động trong thời gian vừa qua của đường lãi suất trái phiếu (xem biểu đồ 2). Quốc Hội đã thông qua việc phát hành 36 nghìn tỉ VND trái phiếu trong năm 2009, và dự định sẽ nâng mức trần lên 55 nghìn tỉ VND (tổng cộng 110 nghìn tỉ VND) tại phiên họp thường kỳ vào tháng 5 tới.

**Biểu đồ 2: Xu hướng dao động sau những quan ngại về phát hành trái phiếu**



Nguồn: Standard Chartered Global Research

### Sự bất cập giữa các mục tiêu đặt ra và những con số thực tế

Trong khi Chính phủ đặt ra khá nhiều mục tiêu lớn thì con số thực tế cuối cùng có thể sẽ nhỏ hơn. Điều này dường như là một vấn đề không mới, khi mà ban đầu Kho bạc Nhà nước có kế hoạch phát hành khoảng 90 nghìn tỉ VND nhưng thực tế chỉ thu hút được 49 nghìn tỉ từ thị trường vốn trong năm 2008. Tình hình này lại xảy ra khi thực hiện kế hoạch phát hành trái phiếu vào Quý 1 năm 2009. Chính phủ công bố sẽ phát hành 22 nghìn tỉ VND trong khoảng thời gian này, nhưng đến nay mới chỉ dừng ở con số 2,6 nghìn tỉ VND.

3 lý do chính đằng sau sự bất cập giữa các mục tiêu của Chính phủ và những con số thực tế này là:

- Trần lãi suất cho hình thức đấu giá tại thị trường sơ cấp: Từ đầu năm, Chính phủ đã thiết lập trần lãi suất tại mỗi cuộc đấu giá trái phiếu là 7%. Những nhà đầu tư trên thị trường, mặt khác vẫn tiếp tục trả giá với mức ở thị trường thứ cấp. Như vậy, với tình hình đó, việc chính phủ tạo ra trần giá không hề có tác dụng thu hút nhà đầu tư. Cũng cần thấy thêm rằng đằng sau việc chính phủ đặt trần cho lãi suất trái phiếu không chỉ để đảm bảo chi phí đi vay thấp mà còn là sự lo ngại về việc lãi suất trái phiếu sẽ tăng cao hơn lãi suất cho vay thương mại, và làm trái phiếu trở nên hấp dẫn hơn và chuyển hướng dòng vốn ra khỏi thị trường tín dụng.

- Mặc dù Chính phủ đã huy động vốn dự trữ nhưng việc giải ngân không được thực hiện hết: Kho bạc Nhà nước cho biết đã huy động được hơn 300 nghìn tỉ VND từ năm 2003-2008, nhưng mới chỉ giải ngân được

65 nghìn tỉ VND. Với lạm phát quá cao trong suốt thời gian đó, chính phủ đã lựa chọn không thực hiện một vài các dự án để tránh tạo thêm đà cho nền kinh tế đã quá nóng. Như vậy, nhu cầu của Chính phủ trong việc tăng dự trữ trong năm 2009 vẫn không rõ ràng.

- Việc lựa chọn đồng USD: trong khi tính thanh khoản của VND bị thắt chặt trong thời gian vừa qua, thì tính thanh khoản của USD lại được cải thiện khi các nhà đầu tư quan tâm hơn tới việc nắm giữ những đồng tiền có mệnh giá ổn định. Tuy nhiên, do những chính sách kiểm soát hoạt động giao dịch ngoại hối nên các đại lý nắm giữ đồng USD bị hạn chế. Vì thế, trái phiếu chính phủ bằng đồng USD thu hút được khá nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư. Chính phủ đã quyết định tổ chức đấu giá cho đợt trái phiếu thứ 3 trị giá 300 triệu đô la Mỹ (đã phát hành 230.1 triệu đô la Mỹ) với mức giá khá hấp dẫn (3% cho kỳ hạn 1 năm, 3.2% cho kỳ hạn 2 năm và 3.6% cho kỳ hạn 3 năm) ít nhất là với tình hình hiện tại trong nước. Lưu ý rằng lãi suất của thị trường đối với những kỳ hạn ngắn hơn vẫn duy trì ở mức cao nhất.

Như vậy, trong khi có những quan ngại về việc phát hành bổ sung từ phía Chính phủ thì số lượng trái phiếu bằng đồng VND dự định phát hành trong năm 2009 có khả năng sẽ nhỏ hơn con số mục tiêu đang xúc tiến.

### **Đến việc cắt giảm lãi suất?**

NHNN đã quyết định bãi bỏ chính sách lãi suất 7% vào tháng 4. Với việc lạm phát đã lắng xuống trong suốt 7 tháng qua và sự phục hồi của nền kinh tế được dự đoán sẽ có thể bắt đầu sớm nhất là vào nửa cuối năm nay thì nhu cầu đẩy lãi suất cao hiện nay là không còn. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ được nói lỏng hơn vẫn là hợp lý với việc chương trình hỗ trợ lãi suất không thực sự tiềm năng để đẩy mạnh hoạt động kinh tế như dự kiến. Việc cắt giảm lãi suất sâu hơn có thể tạo thêm áp lực lên đồng VND đã suy yếu và hệ thống ngân hàng sẽ gặp khó khăn hơn bởi chi phí hoạt động cao là nguyên nhân đằng sau sự e ngại cắt giảm lãi suất của NHNN. Hơn nữa, nguy cơ lạm phát sẽ tiếp tục bùng lên vào những tháng cuối năm (hầu hết là do lạm phát trong hoạt động nhập khẩu do đồng VND suy yếu) cũng là điều đáng quan tâm.

Trong khi việc cắt giảm lãi suất là diễn biến tất yếu để làm giảm lãi suất trái phiếu thì tính thanh khoản tăng trở lại sẽ là đòn bẩy thúc đẩy thị trường trái phiếu tăng trưởng. Tính thanh khoản hiện đang được nói lỏng, với sự thu hẹp của các nghiệp vụ thị trường mở và lãi suất qua đêm đang dần hạ xuống. Quan trọng hơn, với lãi suất cho vay thương mại hiện nay ở mức cao nhất là 10.5%, chênh lệch với trái phiếu Chính phủ dường như là rất nhỏ. Vì thế, sự hấp dẫn của thị trường cho vay vẫn còn nhiều nghi ngại. Hơn nữa, các hoạt động kinh tế không hy vọng sẽ tăng trưởng trở lại trong trung hạn, nhu cầu đối với các khoản vay vì thế cũng có thể sẽ suy giảm. Như vậy, các ngân hàng có thể rơi vào tình trạng thặng dư vốn và sẽ ít thu hút được các nhà đầu tư lớn, và tình hình này đã diễn ra từ đầu năm. Do đó, chúng tôi cho rằng việc lãi suất trái phiếu tăng trở lại chỉ là vấn đề thời gian trong bối cảnh những quan ngại “không thực tế” về việc phát hành trái phiếu được bàn ở trên sẽ làm giảm tính thanh khoản của những trái phiếu có kỳ hạn dài hơn. Và mặc dù vậy, chúng tôi cũng dự đoán rằng lãi suất có kỳ hạn sẽ vẫn duy trì ở mức cao trong quá trình phục hồi của nền kinh tế.

