

## Lãi suất đang giảm với tốc độ giảm chậm

- Lãi suất thị trường đạt đỉnh trong tháng 4 và đã giảm xuống kể từ đó.
- Lãi suất huy động; lãi suất qua đêm và lợi suất trái phiếu đã giảm.
- Gần đây, NHNN đã giảm lãi suất repo 1% xuống 14%.
- Tuy nhiên, với CPI vẫn còn cao và rủi ro dư thừa thanh khoản tiền đồng vẫn hiện hữu, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ giảm lãi suất một cách từ từ.
- Trọng tâm sẽ là giảm lãi suất cho vay và cho tới hiện tại lãi suất cho vay vẫn chưa giảm.
- Để thực hiện điều này, NHNN sẽ giảm nhẹ lãi suất huy động bằng cách thực hiện chặt hơn quy định trần lãi suất huy động tiền đồng.
- Điều này cũng sẽ giúp kiểm soát tăng trưởng cung tiền M2.
- Nhưng vẫn còn rủi ro thanh khoản tiền đồng tăng quá nhanh do có những nguồn tiền đồng chảy vào hệ thống.
- Do vậy, vẫn có khả năng NHNN sẽ nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc tiền đồng trong Q4.
- Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ giảm tiếp 1,5 – 2% xuống khoảng 16,5-17% và thậm chí còn xuống 16% vào cuối năm.
- Chúng tôi cũng dự báo lãi suất cho vay có thể giảm xuống 18,5-19% trong cùng thời gian.
- Tuy nhiên, lãi suất nhiều khả năng sẽ không giảm nhanh hơn trong Q1/2012.
- Thị trường chứng khoán có thể tăng từ cuối năm nay cho tới đầu năm sau.

### **Fiachra Aodh MacCana**

Giám đốc điều hành -  
Phòng Nghiên cứu  
fiachra.maccana@hsc.com.vn

### **Phạm Xuân Mai**

Chuyên viên phân tích trái phiếu  
mai.px@hsc.com.vn

CTCP Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh

#### **Trụ sở chính**

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPCHM  
T: (+84 8) 3 823 3299  
F: (+84 8) 3 823 3301

#### **Chi nhánh Hà Nội**

6 Lê Thánh Tông,  
Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 4) 3 9334693  
F: (+84 8) 3 9334822

www.hsc.com.vn

## Lãi suất thị trường bắt đầu giảm nhưng trước mắt sẽ chỉ giảm nhẹ

Nhiều loại lãi suất thị trường chính từ lãi suất huy động thực tế; lợi suất trái phiếu và lãi suất qua đêm đã bắt đầu giảm trong những tuần gần đây. Một số loại lãi suất còn giảm từ đầu tháng 4 nhưng giảm nhiều bắt đầu từ giữa tháng 5. Xu hướng giảm của lãi suất thể hiện ở: lợi suất bình quân giảm 0,7%; lãi suất huy động thực tế giảm 1,5-2% và lãi suất qua đêm liên ngân hàng (vốn thường biến động mạnh) giảm trên 8%.

Lãi suất giảm như trên phản ánh 2 điều: lạm phát kỳ vọng giảm và thanh khoản tiền đồng tăng. Lạm phát kỳ vọng giảm thể hiện qua tốc độ tăng CPI theo tháng đã giảm trong 2 tháng qua; thanh khoản tiền đồng tăng nhờ CPI hạ nhiệt và nhờ những nỗ lực nhằm lấy lại giá trị tiền đồng và xóa bỏ tình trạng đô la hóa nền kinh tế. Những bằng chứng cho thấy thanh khoản tiền đồng tăng một phần thông qua suy đoán và một phần thông qua số liệu thực tế trong đó chúng tôi nhận thấy lãi suất kỳ hạn ngắn đối với tiền đồng giảm; GTGD trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng đạt cao trong những tháng gần đây; số liệu từ thị trường OMO; số liệu thống kê về thị trường trái phiếu và cung tiền M2 công bố hàng tháng. Tuy nhiên, có một số yếu tố quan trọng khác không được công khai chẳng hạn như số liệu về hoạt động tái cấp vốn.

Và chúng tôi coi động thái lãi suất repo giảm 1% xuống 14% là để giảm lãi suất thị trường hơn là để giảm các lãi suất chính thức. Do đó, trong trường hợp khả dĩ nhất thì lãi suất repo chỉ có thể giảm tiếp 1% trước cuối năm nay và theo chúng tôi sẽ chỉ diễn ra vào Q4.

Trên thực tế, chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ giảm từ từ trong nửa cuối năm; với lãi suất huy động giảm tiếp 1,5-2% xuống còn 16,5-17% trong vài tháng tới và chậm chí là xuống 16% vào cuối năm. Theo đó, chúng tôi dự báo lãi suất cho vay có thể giảm về 18,5-19%. Tốc độ giảm của lãi suất cho vay sẽ chậm hơn lãi suất huy động vì các ngân hàng đang tìm cách nâng cao chênh lệch lãi suất vốn đã bị thu hẹp đáng kể trong 9 tháng qua.

Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng cung tiền M2 cũng đạt thấp trong 6 tháng đầu năm và có thể tiếp tục tăng trưởng mà không tạo ra áp lực làm lạm phát bùng phát trở lại. Điều này rõ ràng là một tin tức tích cực nhưng trước mắt vẫn chưa đủ để tạo ra một đợt phục hồi mạnh cho thị trường chứng khoán.

Về mặt chính sách, việc thực hiện chặt hơn quy định trần lãi suất huy động 14% có vẻ như là công cụ chính để NHNN giảm lãi suất thị trường và đáng chú ý là kiểm soát tăng trưởng cung tiền M2 trong 6 tháng cuối năm. Với chênh lệch lãi suất bình quân còn quá thấp; thì chênh lệch này phải được nới rộng thêm bình quân khoảng 3% trước khi lãi suất cho vay có thể bắt đầu giảm đáng kể. Và đây chính là vấn đề chính khiến lãi suất cho vay trước mắt không thể giảm nhanh.

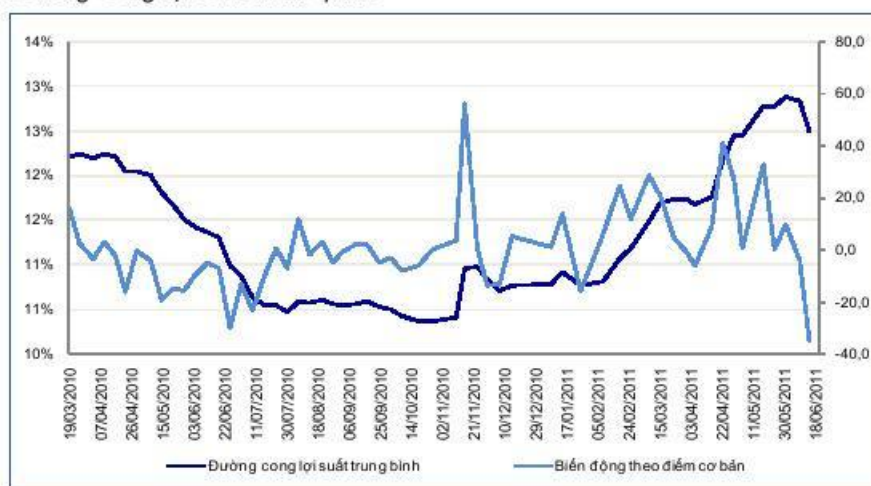
Tốc độ giảm của lãi suất cho vay sẽ phụ thuộc vào 2 nhân tố: tốc độ hạ nhiệt của CPI theo năm và tốc độ giảm của các lãi suất cấp vốn và theo đó là giảm mức chênh lệch lãi suất. Nếu tăng trưởng cung tiền M2 tăng quá nhanh thì nhiều khả năng NHNN sẽ nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc tiền đồng, có lẽ là vào khoảng tháng 10.

HSC cho rằng quá trình giảm tất cả các loại lãi suất chính sẽ diễn ra từ từ và lãi suất cho vay bình quân sẽ không giảm nhiều cho tới Q4. Về triển vọng lãi suất năm 2012, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay và lãi suất huy động sẽ giảm tiếp 3-4% xuống 12-14% và lãi suất repo sẽ giảm thêm 4% xuống khoảng 10% vào mùa hè tới.

Lãi suất nhiều khả năng giảm nhiều vào 6 tháng đầu năm 2012, và theo chúng tôi điều này sẽ tạo cơ sở để thị trường chứng khoán tăng trở lại, có lẽ là từ Q4/2011 trở đi cho đến Q1 năm sau.



## Đường cong lợi suất bình quân



Nguồn: Reuters; HSC thu thập & ước tính

## Thị trường trái phiếu đã sôi động trở lại với lợi suất cho tới nay đã giảm 0,58%

Lợi suất trái phiếu bình quân đã đạt đỉnh vào 3 tuần trước tại 12,88% và bắt đầu giảm 0,58% kể từ đó, xuống 12,30%. Lợi suất kỳ hạn ngắn giảm nhanh hơn so với kỳ hạn dài, do đó, chênh lệch âm giữa lợi suất kỳ hạn dài và kỳ hạn ngắn hiện tại đã thu hẹp xuống còn 66,9%. Và có 2 nguyên nhân chính đứng đằng sau là (1) lạm phát kỳ vọng giảm và (2) thanh khoản tiền đồng tăng dẫn đến nhu cầu mua trái phiếu trên cả thị trường sơ cấp và thị trường thứ cấp tăng.

HSC dự báo CPI tháng 7 sẽ tăng 0,7% so với tháng trước, là tháng thứ 3 liên tiếp tốc độ tăng CPI theo tháng hạ nhiệt. Tuy nhiên CPI theo năm sẽ còn tăng và đến tháng 8 mới đạt đỉnh. Có 3 nhân tố ảnh hưởng đến CPI của Việt Nam là: tốc độ tăng cung tiền M2 cao; đồng tiền mất giá và giá cả hàng hóa cơ bản trên thế giới tăng. Hiện tại cả 3 nhân tố này đều đang lắng dịu rõ rệt hay thậm chí đi ngược lại với xu hướng trước đó. Điều này là do các biện pháp chính sách được thực hiện cả trong nước và trên thế giới với kết quả là lãi suất được nâng lên và nền kinh tế (trong nước và nền kinh tế thế giới) tăng trưởng chậm lại.

Một trong những hệ quả gián tiếp của điều này là làm tăng thanh khoản tiền đồng trong quá trình phục hồi giá trị tiền đồng và xóa bỏ tình trạng đô la hóa trong nền kinh tế. Chính phủ đã thực hiện nhiều biện pháp tiền tệ và hành chính, dẫn đến việc USD do các cá nhân nắm giữ chảy vào hệ thống ngân hàng.

Điều này giúp NHNN mua được hơn 877 triệu USD trong năm nay (đây là số liệu được công bố hơn 3 tuần trước với tổng lượng USD được NHNN mua hiện tại có lẽ ít nhất đã là 1 tỷ USD hay thậm chí là còn hơn) và hơn 3 tỷ USD trong 2 tháng vừa qua. Việc NHNN mua USD đã khiến thanh khoản tiền đồng tăng mạnh và đang bắt đầu có những ảnh hưởng rõ rệt đối với một số loại lãi suất thị trường.

Về lãi suất thị trường, chúng tôi muốn đề cập đến: lợi suất trái phiếu, lãi suất liên ngân hàng, lãi suất huy động và cho vay khách hàng. Tất cả những loại lãi suất này có mối liên hệ hữu cơ với nhau và thông thường sẽ biến động cùng nhịp với nhau. Lợi suất trái phiếu thường thấp nhất trong số các loại lãi suất thị trường vừa nêu vì được chính phủ bảo đảm nên có rủi ro thấp nhất.

Trái lại, lãi suất cho vay và huy động thường cao nhất và cũng có rủi ro lớn nhất. Kể đến là lãi suất liên ngân hàng, loại lãi suất này biến động khá mạnh trong biên độ giữa một thái cực là lợi suất trái phiếu và một thái cực là lãi suất cho vay và huy động; và thông thường thì lãi suất liên ngân hàng ở giữa biên độ này.

Chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu và lãi suất cho vay cũng là một chỉ báo quan trọng. Mặc dù không biến động nhiều như lãi suất liên ngân hàng; nhưng chênh lệch lãi suất này cũng thể hiện những thông tin quan trọng về kỳ vọng của thị trường đối với rủi ro lãi suất tương đối.

**Lãi suất ngắn hạn**

Nguồn: HSC thu thập & ước tính

**Lãi suất kỳ hạn ngắn trên thị trường liên ngân hàng đã giảm đáng kể**

Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ngắn đã đạt đỉnh trước lợi suất trái phiếu và trên thực tế biến động đồng thời với lãi suất huy động. Điều này là do cả hai loại lãi suất này đều chịu sự tác động của cùng một nhân tố: đó là cung tiền đồng trong hệ thống ngân hàng. Lãi suất qua đêm tại Việt Nam biến động khá mạnh và đã vọt lên 20,5% vào tháng 4 trước khi giảm xuống khoảng 12% trong thời gian gần đây. Hiện tại, lãi suất qua đêm ở vào 11-12,5%.

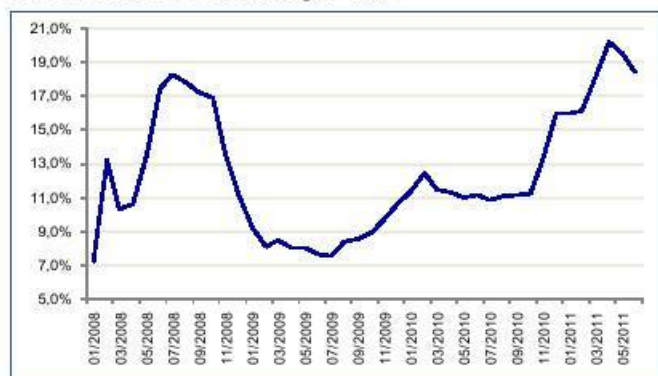
Khi thanh khoản tiền đồng ở mức thấp, lãi suất liên ngân hàng có xu hướng tăng lên sát với lãi suất cho vay. Ngược lại, khi thanh khoản tiền đồng dồi dào, lãi suất liên ngân hàng có xu hướng giảm xuống sát hay thậm chí là thấp hơn lợi suất trái phiếu. Trong tháng trước, lãi suất liên ngân hàng đã bằng đúng hay chỉ nhỉnh hơn lợi suất trái phiếu một chút, cho thấy thanh khoản tiền đồng hiện tại là khá rất dồi dào.

Điều này có liên quan tới lãi suất đầu vào và mức thanh khoản của tiền. Và với việc USD tiếp tục được chuyển sang tiền đồng thì rõ ràng tiền gửi khách hàng đã chuyển từ USD sang tiền đồng.

Do đó, với việc hiện tại các ngân hàng có thể dễ dàng tiếp cận tiền gửi tiền đồng, thì các ngân hàng này không cần thiết phải tin đến thị trường liên ngân hàng nữa. Và mặc dù vốn huy động tiền đồng có lãi suất cao hơn lãi suất liên ngân hàng, thì ở một số kỳ hạn dài, lãi suất huy động đã giảm và do đó, việc dùng vốn huy động từ khách hàng sẽ an toàn hơn nhiều so với vay vốn trên thị trường liên ngân hàng vốn có mức độ bất ổn cao.



Lãi suất thực tế của tiền gửi VND



Nguồn: HSC thu thập

Lãi suất cho vay bình quân thực tế của tiền đồng



Nguồn: HSC thu thập & ước tính

**Chênh lệch giữa lãi suất hẹp, do đó lãi suất cho vay thực tế sẽ không sớm giảm mạnh**

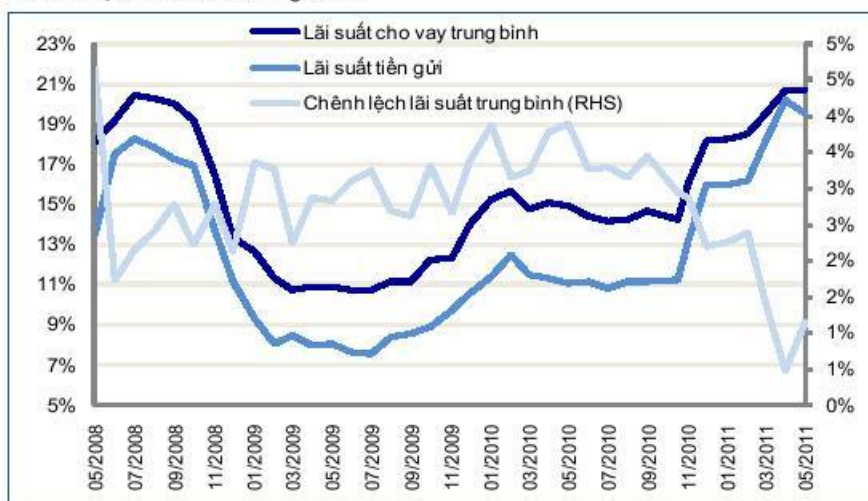
Lãi suất huy động bình quân mà chúng tôi theo dõi (sử dụng mẫu thu thập từ 3 ngân hàng) đã đạt đỉnh tại 20,2% vào tháng 4 và kể từ đó đã giảm 1,8% xuống khoảng 18,4% trong thời gian gần đây. Trên thực tế, lãi suất huy động bình quân niêm yết thấp hơn nhiều, chỉ ở vào 13,4%. Còn lãi suất huy động bình quân thực (khó có thể thống kê) có lẽ ở vào khoảng 17-17,5%.

Tuy nhiên, vấn đề chính ở đây là chênh lệch lãi suất bình quân (khác với tỷ lệ NIM, và hai đại lượng này có liên quan với nhau) đã giảm từ 4% xuống dưới 1% trong 9 tháng qua.

Do đó, do lãi suất huy động đã giảm trở lại, các ngân hàng không nhất thiết phải vội vã giảm lãi suất cho vay và sẽ tận dụng cơ hội chênh lệch lãi suất tăng trở lại đến khi nào điều này còn diễn ra. Chính phủ đã nhận thấy điều này và đã thực hiện chặt chẽ hơn quy định trần lãi suất huy động 14%. Gần đây, lãi suất repo được hạ xuống còn 14% cũng là một động thái có liên quan đến điều này.

Thông qua đó, NHNN có thể đạt được 2 mục tiêu: (1) giảm tốc độ tăng trưởng huy động nhằm hạn chế tăng trưởng cung tiền M2 và (2) giúp nới rộng chênh lệch lãi suất, theo đó khuyến khích các ngân hàng giảm lãi suất cho vay trong những tháng tới.

Chênh lệch lãi suất trung bình



Nguồn: HSC thu thập & ước tính

**Thanh khoản tiền đồng tăng - nhân tố chính**

Những nguồn làm tăng thanh khoản tiền VNĐ	Kể từ	Chú thích
Hoạt động tái cấp vốn	Tính từ đầu năm	Số liệu không được công bố nhưng đây là cách NHNN cung cấp vốn cho các NHQD và DNNN. Lượng tiền đồng chảy vào hệ thống qua kênh này là khá lớn.
USD chuyển sang tiền đồng	Tháng 2	Đây có thể là động thái tốt nhất mà chúng ta chứng kiến trong tuần lễ suy yếu trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng.
NHNN mua USD	Tháng 4/5	Một số dấu hiệu cho thấy NHNN đã mua trên 3 tỉ USD (61,8 triệu đồng) trong 2 tháng vừa qua.
Tiền gửi USD chuyển sang tiền gửi tiền đồng		Đã diễn ra
Những nguồn làm giảm thanh khoản tiền đồng	Kể từ	Chú thích
OMO	Tháng 5	Tính từ đầu năm NHNN bơm ròng vào hệ thống, nhưng trong tháng 5/6, NHNN hút về ròng 95 nghìn tỷ đồng.
Phát hành trái phiếu	Tháng 6	Hoạt động phát hành trái phiếu chính phủ đã sôi động trở lại sau nhiều tháng trầm lắng

Nguồn: HSC thu thập; Reuters; NHNN và các nguồn khác

**Thanh khoản tiền đồng tăng là một tác nhân**

Thông thường, cách dễ nhất để tính thanh khoản là nhìn vào cung tiền M2. Tuy nhiên, cung tiền M2 gồm cả tiền đồng và USD. Điều mà chúng tôi quan tâm ở đây chỉ là thanh khoản tiền đồng và do đó khó có thể theo dõi thanh khoản tiền đồng thông qua cung tiền M2. Nếu có thông tin cập nhật về các thành phần của cung tiền M2 thì chúng tôi có thể tách thanh khoản tiền đồng nhưng số liệu của chúng tôi chỉ có tới tháng 3/2011.

Và thanh khoản tiền đồng tăng chủ yếu diễn ra gần đây, bắt đầu từ khoảng tháng 4. Do đó, chúng tôi muốn kiểm chứng thanh khoản tiền đồng thông qua theo dõi nguồn xuất phát và đích đến của lượng tiền này. Và nếu kết quả thu được giống với những thông tin báo cáo về các dòng tiền đồng lưu thông trong hệ thống thì nghĩa là thực tế đang diễn ra là chính xác.

Nội dung xuyên suốt chủ đề giảm mật bằng lãi suất mà chúng tôi nói đến chính là việc thanh khoản tiền đồng đã tăng lên rõ rệt kể từ tháng 4. Và điều này là kết quả của nhiều yếu tố hay dòng tiền đồng. Trên thực tế, cách dễ nhất để chỉ ra điều này là nhìn vào những hệ quả của nó (lãi suất qua đêm luôn là đại diện tiêu biểu nhất cho mức độ thanh khoản đối với cả tiền đồng và ngoại tệ) thay vì chỉ ra trực tiếp số liệu về các dòng tiền đồng, vốn không được công bố liên tục và đầy đủ và một trong những số liệu hiếm hoi thể hiện thông tin này là số liệu hàng tháng về vốn huy động trong hệ thống ngân hàng được công bố riêng cho từng loại tiền. Và trong đó, có thể thấy tăng trưởng huy động tiền đồng bắt đầu thể hiện rõ.

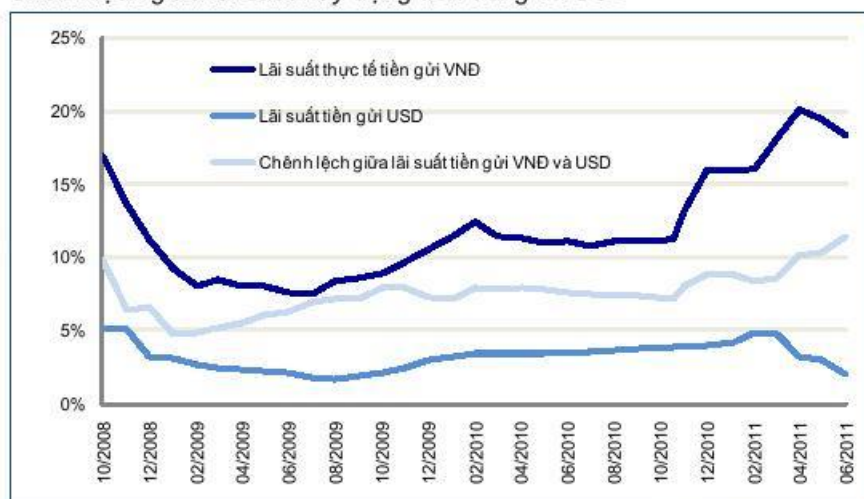
Tăng trưởng huy động vốn theo tháng



Nguồn: HSC thu thập & ước tính



Chênh lệch giữa lãi suất huy động tiền đồng và USD



Nguồn: HSC thu thập & ước tính

### Những nguồn chính làm tăng thanh khoản tiền đồng

#### 1. Các doanh nghiệp xuất khẩu và ngân hàng bán USD lấy tiền đồng

Có nhiều số liệu thống kê tại Việt Nam không được công bố rõ ràng. Và các số liệu thống kê (kể cả những số liệu chính xác) về GTGD trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng cũng thuộc loại này. Chúng ta đều biết GTGD trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng tăng lên đáng kể so với cùng kỳ năm trước nhưng không thể biết được là tăng bao nhiêu. Có thể theo dõi điều này thông qua theo dõi chênh lệch giữa tỷ giá mua và bán trên thị trường liên ngân hàng, và chênh lệch này đã thu hẹp từ 0,4-0,5% trong năm ngoái xuống còn 0,1-0,15% trong những tháng qua. Và với việc NHNN hút 3 tỷ USD ra khỏi thị trường trong 2 tháng qua mà không ảnh hưởng tới tỷ giá hay chênh lệch giữa tỷ giá mua và bán cũng là một dấu hiệu rõ ràng cho thấy thanh khoản USD của thị trường đã được cải thiện nhiều.

Một trong những ngân hàng ngoài quốc doanh hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh ngoại hối đã cho chúng tôi hay, từ đầu năm đến nay, GTGD của ngân hàng này trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng đã tăng hơn gấp 2 so với năm ngoái. Chúng tôi biết rằng các ngân hàng; doanh nghiệp xuất nhập khẩu và thậm chí là các cá nhân đang chuyển từ giữ USD sang tiền đồng thông qua thị trường liên ngân hàng kể từ tháng 2.

Điều này là do tổng hợp của các nghị định yêu cầu tất cả các DNN (là những đối tượng nắm giữ lượng ngoại hối lớn nhất) bán USD cho ngân hàng; nhu cầu cần phải nâng cao thanh khoản tiền đồng của các ngân hàng nhỏ và việc phục hồi giá trị của tiền đồng cũng đã khiến những đối tượng nắm giữ USD chuyển sang tiền đồng để được hưởng lãi suất cao hơn.

Chúng tôi cho rằng có khả năng GTGD của toàn bộ thị trường đã tăng gấp đôi chứ không chỉ riêng ngân hàng mà chúng tôi vừa nêu ra bên trên. Tuy nhiên, mặc dù đã rất nỗ lực, thì chúng tôi không thể thống kê số liệu để chứng minh điều này và do đó, trước mắt, nhận định trên của chúng tôi chỉ dựa trên quan sát và phán đoán.

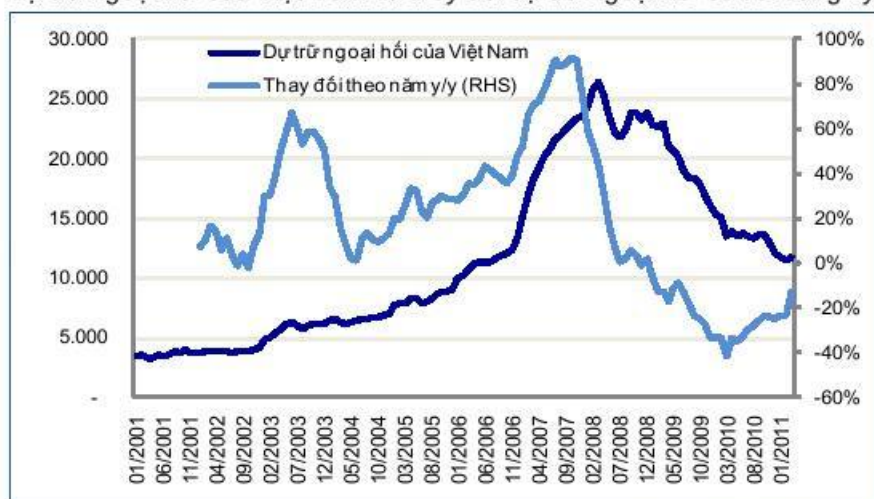
#### 2. Tiền gửi được chuyển từ USD sang tiền đồng do lãi suất tiền gửi USD được đặt trần tại 2%

Khoảng cách chênh lệch lãi suất giữa USD và tiền đồng đã luôn tồn tại nhưng biến động không nhiều trong 2 năm qua. Tuy nhiên, với lo ngại luôn hiện hữu về khả năng mất giá tiền đồng, đặc biệt là kể từ năm 2010, người gửi tiết kiệm vẫn chấp nhận lãi suất gửi USD thấp và gửi tiết kiệm bằng USD. Đợt phá giá tiền đồng với cơ chế tiền tệ & tài khóa chặt được áp dụng sau đó theo Nghị quyết 11 đã khiến khoảng cách chênh lệch lãi suất hoàn toàn đứng yên.

Tuy nhiên, việc áp dụng trần lãi suất huy động USD cùng với sự cạnh tranh gay gắt trong hoạt động huy động tiền đồng trong khi lãi suất liên ngân hàng vọt lên 20% đã khiến khoảng cách chênh lệch lãi suất tăng 1,56% lên 10,18% vào tháng 4. Và điều này đã khiến tiền gửi được chuyển từ USD sang tiền đồng trong tháng 4. Điều đáng chú ý là cho dù lãi suất huy động tiền đồng đã đạt đỉnh và bắt đầu giảm thì khoảng cách chênh lệch lãi suất vẫn tiếp tục tăng lên 11,47% gần đây vì lãi suất huy động USD thậm chí còn giảm nhanh hơn. Và điều này là một nhân tố quan trọng làm tăng thanh khoản tiền đồng trong hệ thống ngân hàng.



Dự trữ ngoại hối của Việt Nam và thay đổi dự trữ ngoại hối so với cùng kỳ năm trước



Nguồn: IMF; HSC ước tính

### 3. NHNN mua USD nhằm nâng cao dự trữ ngoại hối

IMF có theo dõi dự trữ ngoại hối của Việt Nam nhưng số liệu mới nhất mà cơ quan này công bố là vào tháng 3/2011 như thể hiện trong bảng của chúng tôi. Kể từ đó, từ những thông tin có sẵn từ NHNN và Bộ Kế hoạch đầu tư do các phương tiện truyền thông công bố, chúng tôi ước tính dự trữ ngoại hối đã tăng 3 tỷ USD, tương đương 61,8 nghìn tỷ đồng. Theo đó, dự trữ ngoại hối hiện tại vào khoảng 14,8 tỷ USD.

Mục tiêu của NHNN là nâng dự trữ ngoại hối lên bằng 12 tuần nhập khẩu vào năm sau. Với dự báo kim ngạch nhập khẩu bình quân tháng trong giai đoạn 2011-2012 của HSC, thì để đạt được mục tiêu nói trên, dự trữ ngoại hối phải được nâng lên ít nhất là 30 tỷ USD. Trên thực tế, nghĩa là mỗi tháng dự trữ ngoại hối phải được nâng lên thêm 1,5 tỷ USD (hiện tại, chúng tôi ước tính sơ bộ hàng tháng dự trữ ngoại hối được tăng thêm 1,2-1,3 tỷ USD) trong vòng 10 tháng tới để đạt được mục tiêu đề ra của NHNN.

Có vẻ như đây là một công việc khó khăn và trong tương lai NHNN sẽ bơm ào ạt tiền đồng lớn vào hệ thống để hút hết lượng tiền USD “dư thừa” bên trong và ngoài hệ thống.

Và trong cùng động thái, một đề xuất dự thảo thông tư đã được đưa ra nhằm giảm lượng ngoại tệ tối đa mà các tổ chức tín dụng trong và ngoài nước được phép nắm giữ khi chốt ngày giao dịch từ 30% xuống còn 20%. Và chúng tôi lo ngại điều này sẽ có tác động làm tăng thanh khoản tiền đồng cho dù điều này cũng giúp nâng cao dự trữ ngoại hối. Theo nội dung dự thảo, tiền đồng sẽ được bơm ồ ạt vào hệ thống cho dù sau đó

NHNN có trung hòa lượng tiền đồng này thông qua rút tiền đồng qua OMO.

### 4. Hoạt động tái cấp vốn – mặc dù không có số liệu công bố nhưng chắc chắn đã tạo ra một lượng tiền đồng lớn chảy vào hệ thống

Các NHQD và các ngân hàng nhỏ không thể tham gia thị trường OMO do quy mô nhỏ (chỉ có 30-35 ngân hàng lớn nhất có thể sử dụng kênh huy động vốn qua OMO) sử dụng kênh tái cấp vốn hoặc sử dụng thị trường liên ngân hàng. Tuy nhiên số liệu về hoạt động tái cấp vốn không được công bố. Đây là điều mọi người đều biết nhưng không tìm ra được chứng cứ xác đáng.

Theo những bằng chứng thu thập được, thì dòng vốn huy động qua kênh tái cấp vốn nhỏ hơn nhiều lần so với vốn huy động trên OMO. Điều này là có cơ sở vì các NHQD vẫn chiếm từ 55-60% thị trường cho vay và đây có lẽ là nguồn huy động vốn lớn nhất của các NHQD.

Mặc dù đang trong điều kiện thắt chặt tiền tệ, thì hoạt động tái cấp vốn vẫn diễn ra sôi động. Việc tái cấp vốn tùy thuộc vào nhu cầu của từng NHQD; kỳ hạn linh hoạt, có thể lên tới 1 năm với tài sản thế chấp là trái phiếu CP hoặc giấy tờ có giá.

NHNN thường sử dụng kênh tái cấp vốn để bổ sung cho kênh OMO. Số liệu trên OMO được công bố và vốn thường được bơm ra ngay trước khi lãi suất có biến động, theo đó tạo điều kiện thuận lợi cho các NHQD. Điều mà chúng tôi rút ra từ những bằng chứng thu thập và quan sát được từ nhiều nguồn là kênh tái cấp vốn tạo ra một lượng tiền đồng lớn chảy vào hệ thống ngân hàng trong 6 tháng đầu năm.



## 5. Tăng trưởng cung tiền rất nhỏ nhưng vẫn đang tiếp tục

Theo NHNN, M2 kể từ đầu năm tính tới ngày 20/6 đã tăng 2,45%. Chúng tôi không có thông tin cập nhật về chi tiết của các thành phần M2 nhưng có thể thấy rằng tăng trưởng tiền gửi từ đầu năm tới cuối tháng 5 đã là 2,6% do đó con số này có vẻ khá đáng tin cậy (M2 là lượng tiền giấy và tiền xu lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng cộng với các khoản tiết kiệm). Và tiết kiệm VND từ đầu năm đến nay thực ra đã giảm nhẹ (tính đến cuối tháng 5) mặc dù như đã đề cập, chúng tôi thấy có sự tăng trở lại so với tháng trước kể từ tháng 5. Do đó chúng tôi cho rằng tăng trưởng M2 sẽ tăng tốc độ từ thời điểm này trở đi và con số cuối năm theo HSC tính tại thời điểm này sẽ là 16%.

*Cùng lúc đó chúng ta có thể thấy một số dòng chảy ngược;*

a) **Thị trường trái phiếu trong những tuần gần đây đang chứng kiến lượng phát hành ròng tăng vọt** - (Trái phiếu phát hành mới cho tới nay lớn hơn nhiều so với lượng đáo hạn). Kể từ đầu năm tới nay, tổng lượng trái phiếu đáo hạn lên tới 23,92 nghìn tỷ đồng và phát hành mới là 64,19 tỷ đồng từ ba tổ chức phát hành đang được hưởng sự đảm bảo rõ ràng từ chính phủ trên thị trường trái phiếu. Đặc biệt là trong đó ngân hàng phát triển Việt Nam là tích cực nhất trong tháng 1, tháng 2 trong khi ngược lại Kho bạc NN chỉ vào cuộc trong hai tháng qua. Chúng tôi thấy rằng Kho bạc NN sẽ là tổ chức phát hành tích cực trong vài tháng tới do họ đã có mục tiêu khoảng 75 nghìn tỷ vào cuối năm.

b) **Thị trường mở đang chứng kiến sự thu hồi ròng lớn trong 8 tuần liên tiếp** – Kể từ đầu năm tới nay, thị trường mở trong tình trạng rút tiền ròng (14,94 nghìn tỷ). Tuy nhiên trong hai tháng qua, chúng ta chứng kiến đợt rút tiền ròng tổng cộng lên tới 84,56 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tuần cuối tháng 6 (24/6). Như đã đề cập bên trên, theo ý kiến của chúng tôi yếu tố dẫn dắt việc rút tiền trên thị trường mở là để vắt kiệt khối lượng khổng lồ dùng để mua USD của NHNN. Và cũng đã từng đề cập, chúng tôi cho rằng việc này sẽ tiếp tục trong nửa cuối năm chỉ cần tiền đồng duy trì ổn định.

Năm	Tháng	Ngân hàng chính sách xã hội			Ngân hàng phát triển VN			Kho bạc nhà nước			Tổng		
		Khối lượng phát hành	Khối lượng đáo hạn	Chênh lệch	Khối lượng phát hành	Khối lượng đáo hạn	Chênh lệch	Khối lượng phát hành	Khối lượng đáo hạn	Chênh lệch	Khối lượng phát hành	Khối lượng đáo hạn	Chênh lệch
2011	1	-	-	-	13.160	40	13.120	9.800	2.931	6.869	22.960	2.971	19.989
	2	3.300	-	3.300	11.550	40	11.510	10.129	1.250	8.879	24.979	1.290	23.689
	3	1.200	-	1.200	-	580	(580)	-	11.973	(11.973)	1.200	12.553	(11.353)
	4	-	-	-	400	-	400	-	1.700	(1.700)	400	1.700	(1.300)
	5	-	2.000	(2.000)	420	90	330	4.585	2.389	2.196	5.005	4.479	526
	6	2.000	-	2.000	2.745	150	2.595	4.906	780	4.126	9.651	930	8.721
Tổng từ đầu năm cho đến nay		6.500	2.000	4.500	28.275	900	27.375	29.419	21.023	8.396	64.194	23.923	40.271

### Các bằng chứng hỗ trợ tăng tính thanh khoản tiền đồng nửa thực nửa hư nhưng vẫn khá thuyết phục

Như vậy tóm tắt lại, các bằng chứng hỗ trợ tăng tính thanh khoản tiền đồng là nửa thực nửa hư ví dụ như chúng ta thấy lãi suất của các kỳ hạn ngắn thấp hơn với VND; doanh thu ở mức cao trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng trong những tháng gần đây; khối lượng thị trường mở; thống kê về thị trường trái phiếu và công bố về M2 hàng tháng. Tuy nhiên vẫn còn những điểm mù quan trọng như điều gì đang xảy ra đằng sau bức rèm tái cấp vốn.

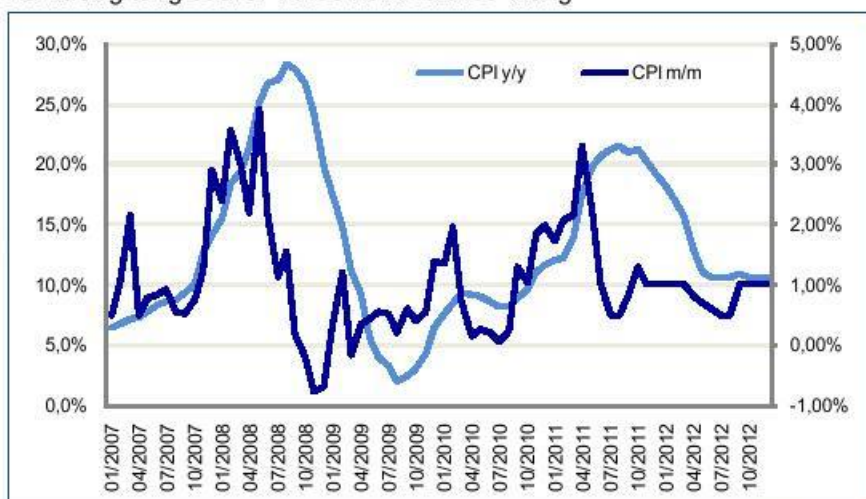
Còn một điểm quan trọng khác chúng tôi đã đề cập trước đây. Với việc chuyển từ các khoản tiết kiệm USD sang VND, chúng tôi cũng thấy có sự gia tăng nhẹ của số nhân tiền tệ. Điều này là do tỷ lệ dự trữ của VND là 3% là thấp hơn nhiều so với USD tại 6%. Do đó sự chuyển đổi này sẽ khiến tăng trưởng M2 gia tăng và làm gia tăng thanh khoản tiền đồng trong ngắn hạn từ nay trở đi. Đáng lưu ý là những chuyển đổi này chưa đủ để hình thành ngay chính sách thị trường ngay vì chính sách này đòi hỏi một thị trường tự doanh tuyệt đối.

Xu hướng chính sách thị trường hiện thời mặc dù ưu tiên cho tăng trưởng kinh tế nhưng trong một số trường hợp vẫn tập trung cho việc bình định giá cả thị trường. Thực tế đã chứng kiến đa phần là sự tiến triển tích cực của việc ổn định giá cả từ đầu năm tới nay. Dù vậy dường như là các nhà làm chính sách nói chung vẫn sẽ phớt lờ sự dịch chuyển của các dòng thanh khoản ngắn hạn và kéo dài trong ít nhất 180 ngày (6 tháng) tới.

Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng mới đây Thống đốc NHNN đã hàm ý rằng họ có thể xem xét tỷ lệ dự trữ VND vào tháng 10. Mặc dù chúng tôi đã kỳ vọng có các hành động sớm hơn, điều này tuân theo một dòng logic rõ ràng. Vào thời điểm đó sự gia tăng thanh khoản tiền đồng sẽ kéo dài hơn 180 ngày (nếu bắt đầu từ tháng 4) và từ đó theo quy tắc của lý thuyết tiền tệ chính thống sẽ cần phải chú ý về mặt chính sách.



## Xu hướng tăng của CPI theo năm và theo tháng



Nguồn: Tổng cục thống kê, HSC ước tính

### CPI so với tháng trước đã đạt đỉnh cao nhưng so với năm trước sẽ chỉ giảm nhẹ kể từ cuối Q3 trở đi

Chúng tôi thận trọng theo dõi các biến động lãi suất trong vài tháng qua dựa trên kỳ vọng lạm phát do HSC dự báo. Chúng tôi đã thảo luận về điều này chi tiết hơn trong Báo cáo vĩ mô mới đây về CPI “Cơ bản chỉ số giá tiêu dùng sẽ giảm nhưng tình hình vẫn chưa cải thiện đáng kể” công bố vào giữa tháng 6. Mô hình dự báo động của HSC cho thấy CPI sẽ đạt đỉnh 21,5% vào tháng 8 và sau đó giảm nhẹ xuống khoảng 19% vào cuối năm.

Tuy nhiên, trong suốt Q3, chúng ta sẽ thấy những tháng có tốc độ tăng so với tháng trước trên 1% do áp lực lạm phát giảm nhẹ trên cơ sở giá hàng hóa cơ bản thấp hơn kết hợp với đồng tiền ổn định và chính sách tiền tệ thắt chặt. tuy nhiên kể từ tháng 9 trở đi chúng ta có thể chứng kiến sự gia tăng nhẹ trở lại do các yếu tố mùa vụ bắt đầu hoạt động. Tính đến điều này, chúng tôi cho rằng lạm phát so với tháng trước có thể thậm chí sẽ bắt đầu tăng trở lại mặc dù so với năm trước con số này sẽ tiếp tục giảm xuống với tốc độ rất từ từ.

Lạm phát đã được kỳ vọng sẽ thoái lui nhanh hơn trong nửa cuối năm nếu chính sách tiền tệ sử dụng tốt hơn các công cụ làm giảm tính thanh khoản trong chu kỳ từ sớm. Tuy nhiên, việc sử dụng trần lãi suất huy động và lãi suất cho vay cao đối với các doanh nghiệp tư nhân đã tạo ra một vài khó khăn trong chính sách tài khóa. Đặc biệt chúng tôi nghi ngờ một lượng tiền lớn đã rò rỉ thông qua cửa sổ tái cấp vốn và đã được chuyển cho DN nhà nước với lãi suất thấp hơn nhiều so với lãi suất thị trường (mặc dù công bằng mà nói lãi suất tái cấp vốn đã được nâng lên khá cao).

Hệ thống lãi suất hai nhánh và hệ thống cung tiền đã xuất hiện từ những năm 1990 rõ ràng là đã thoát khỏi cuộc khủng hoảng hiện nay mặc dù có một số điều chỉnh và vẫn đang tiếp tục tạo ra thanh khoản thừa trong hệ thống thậm chí ngay cả trong những lúc thắt chặt.

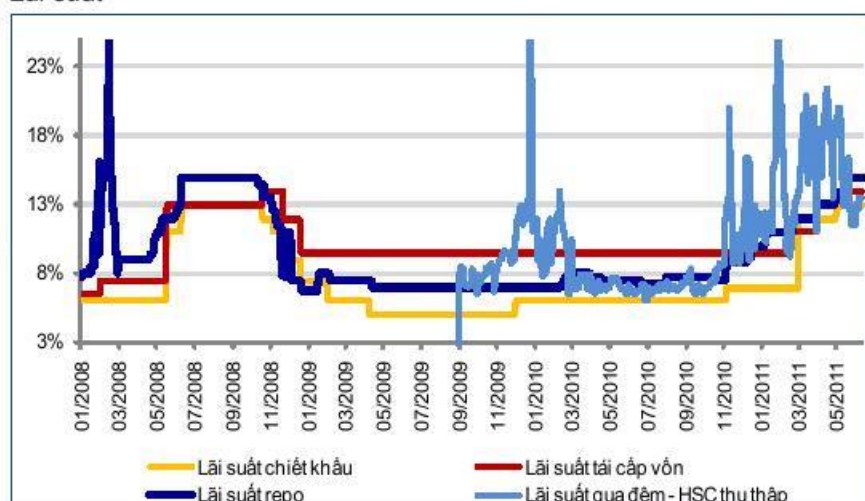
Kết quả là chúng tôi dự báo lạm phát sẽ chỉ thoái lui từ từ trong nửa cuối năm nay do sự sụt giảm giá của hàng hóa cơ bản trên thị trường thế giới, và do đó chúng tôi không nghĩ lạm phát có khả năng giảm xuống mức tăng 12% so với cùng kỳ năm trước cho đến khoảng tháng 5/2012. Chúng tôi dự báo CPI vào khoảng 10,6% cho năm 2012.

Dự báo này chủ yếu dựa trên các giả định (1) giá hàng hóa cơ bản sẽ khá ổn định ít nhất trong nửa đầu năm 2012 (2) chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ không nới lỏng quá nhanh- đây là xu hướng thực tế hiện nay (3) Tiền đồng sẽ duy trì khá ổn định với dao động +/-3% so với mức hiện nay.

Với tất cả các giả định này cùng diễn ra, chúng ta có thể thấy hiệu ứng bắt đầu từ tháng 3/2012 và khiến CPI so với cùng kỳ năm trước giảm vào cuối quý 1/đầu quý 2. Nhưng cho tới lúc đó lạm phát so với năm trước có thể sẽ duy trì khá cao, và sẽ đóng vai trò như là sản phẩm lãi suất đối với cả lãi suất tiết kiệm và cho vay trên thị trường và cả lãi suất chính thức.



## Lãi suất



Nguồn: Reuters, NHNN

**Mặc dù lãi suất cầm cố bị cắt 100 bps xuống còn 14%, chúng tôi không cho rằng lãi suất chính thức sẽ giảm mạnh trong năm nay**

Lãi suất cho vay cầm cố 7 ngày trên thị trường mở là công cụ cơ bản được NHNN sử dụng để hướng dẫn lãi suất. Như chúng ta đều biết, lãi suất này hiện nay đã tăng 7 lần lên 15% kể từ tháng 11 năm ngoái và hôm qua trong một động thái khá bất ngờ, NHNN đã giảm thêm 100 điểm phần trăm xuống còn 14%

Rõ ràng là trong chu kỳ hiện nay lãi suất repo sẽ không tăng thêm nữa. tuy nhiên, trên cơ sở lãi suất chính thức vẫn duy trì khá thấp dưới mức lãi suất tiết kiệm và cho vay thực tế, chúng tôi tin rằng nó sẽ không giảm thêm trong thời gian ngắn nữa. Ý chúng tôi là lãi suất chính thức có vẻ có xu hướng duy trì không đổi từ nay đến hết năm.

NHNN vẫn đang nằm trong một tình thế khá khó khăn là phải cân đối nhu cầu về lãi suất thấp càng sớm càng tốt của ngành sản xuất và các chính trị gia trong khi trên thực tế áp lực lạm phát vẫn duy trì khá mạnh và vẫn còn quá nhiều thanh khoản trong hệ thống. Do đó tốc độ giảm lãi suất chính thức sẽ là một thử thách khó khăn về độ tin cậy của họ.

Nếu họ giảm lãi suất quá nhanh, họ phải gánh chịu rủi ro phá bỏ toàn bộ các tăng triển thu được trong 6 tháng qua và phải làm lại từ đầu trong giai đoạn sau. Và dĩ nhiên nếu họ không làm gì cả, áp lực chính trị đối với họ sẽ càng tăng.

Do đó đối với chúng tôi, động thái ngày hôm qua dường như là một dấu hiệu về xu hướng lãi suất thấp hơn nhưng chúng tôi nghi ngờ liệu đó có phải là sự bắt đầu của một chu kỳ cắt giảm lãi suất chính thức ổn định trong thời điểm hiện tại.

Một lý do đó là họ có thể tập trung vào việc giảm lãi suất thị trường mà không cần cắt giảm lãi suất chính thức quá nhiều do sự chênh lệch lớn giữa hai mức này. Một sự chênh lệch hợp lý giữa lãi suất chính thức và lãi suất cho vay trên thị trường dĩ nhiên là rất bình thường và có thể giải thích thông qua các chi phí tài chính chung của ngân hàng. Ví dụ như lãi suất tiết kiệm, nguồn vốn cơ bản hiện đang cao hơn do sự cạnh tranh mạnh mẽ để tăng vốn nhằm duy trì các hoạt động cho vay cơ bản. Và có nhiều ngân hàng nhỏ phải trả mức thưởng nhằm thu hút tiền gửi đã dẫn tới lãi suất tiền gửi thực tế cao hơn nhiều so với lãi suất chính thức.

Nói chung, thị trường mở chỉ cung cấp 1 phần nhu cầu vốn của ngân hàng. Tiết kiệm, chứng nhận tiền gửi, thị trường liên ngân hàng và NHTM hay tài sản riêng (và trong trường hợp một số NHTM nhà nước là cửa sổ tái cấp vốn và cả các khoản tiền gửi trực tiếp của NHNN) là các nguồn tài trợ quan trọng.

Lãi suất cho vay trên thị trường do đó thể hiện chi phí tài chính trung bình đối với 1 ngân hàng cộng với lợi nhuận hoạt động để bù đắp chi phí và có một chút lợi nhuận. Tuy nhiên điều không bình thường là trên thực tế khoảng cách giữa lãi suất cho vay chính thức và lãi suất cho vay trên thị trường đã tăng tới trên 700 bps trong 9 tháng vừa qua.

Và các nhà chức trách sẽ phải làm việc để thu hẹp khoảng cách đó trước khi hạ thấp lãi suất chính thức. Và họ sẽ làm vậy bằng cách ép lãi suất tiền gửi giảm với hy vọng lãi suất cho vay sẽ giảm theo.



### Chênh lệch giữa lãi suất huy động thực tế và lãi suất huy động niêm yết của tiền đồng



Nguồn: NHNN, HSC ước tính

### Thay vào đó chính sách ngắn hạn tập trung vào việc làm giảm từ từ lãi suất tiết kiệm tiền đồng thực

Trong các hệ thống tiền tệ khác, lãi suất và tỷ lệ dự trữ bắt buộc là công cụ được ưa thích của những người làm chính sách tiền tệ. Lãi suất được sử dụng để kiểm soát giá của tiền tệ và tỷ lệ dự trữ kiểm soát cung tiền. Rất đơn giản. Ở Việt Nam, với lịch sử làm chính sách tiền tệ trong kỷ nguyên thị trường ngắn ngủi, và 3 đồng tiền đang lưu hành thực tế (VND; USD và vàng, theo trật tự đó) làm mọi chuyện trở nên phức tạp hơn nhiều.

Lịch sử ngắn ngủi có nghĩa là việc lập chính sách ở đây là sự pha trộn kỳ lạ giữa các công cụ hành chính và thị trường, và 3 loại tiền tệ lưu thông hàng ngày có nghĩa là bất cứ biện pháp nào sử dụng để kiểm soát giá/cung VND phải tính đến các hiệu ứng có thể xảy ra đối với giá/cung của USD và vàng trên thị trường nội địa, do đó các công cụ tiền tệ sử dụng để xử lý điều này bề ngoài và hoạt động rất khác ở những nơi khác.

NHNN thích sử dụng các khoản tiền gửi ngân hàng. Bất cứ lúc nào họ muốn làm điều gì đó, nỗ lực đầu tiên là thay đổi giá/cung các khoản tiết kiệm bằng VND. Và rõ ràng là trần tiết kiệm đối với lãi suất tiền gửi VND luôn là ưa thích hàng đầu. Đây có thể là cách tiếp cận kỳ lạ đối với những con mắt không quen do đặt trần lãi suất tiền gửi không phải là cách thông thường để làm giảm M2. Tuy nhiên nó có vẻ lại có hiệu quả ở đây. Bằng cách làm giảm lợi tức từ việc gửi VND trong hệ thống ngân hàng so với giá trị thị trường công bằng, NHNN có thể làm giảm dòng tiền gửi tiết kiệm và do đó kiểm soát M2 khá nhanh chóng.

Như vậy trần lãi suất tiền gửi với cả VND và gần đây là USD là các ví dụ điển hình về các biện pháp hành chính thường được NHNN sử dụng như là thay thế hay đại diện cho các biện pháp thị trường thông thường như

tỷ lệ dự trữ. Để công bằng, đối với USD gần đây họ sử dụng cả hai cùng một lúc (đặt mức trần lãi suất tiền gửi và sau đó tăng tỷ lệ dự trữ lên hai lần trong vòng 1 tháng từ 3% lên mức hiện nay là 6%).

Ưu thế của trần lãi suất tiền gửi là nó hoạt động như một cái phanh khẩn cấp, bằng cách làm giảm tỷ lệ lợi tức, nó không khuyến khích các khoản tiết kiệm mới. Tuy nhiên tác động lớn và có thể là tác động phá hủy là nó cũng ảnh hưởng đến tỷ lệ cho vay/tiết kiệm (LDR) một cách tiêu cực thông qua việc phá vỡ tỷ lệ này một cách nhân tạo. Và như chúng ta chứng kiến gần đây, thậm chí tăng trưởng tiền gửi âm. Ngược lại sử dụng tỷ lệ dự trữ để kiểm soát cung tiền sẽ phải mất nhiều thời gian hơn để có tác dụng nhưng vẫn cho phép một tỷ lệ cho vay/tiết kiệm lành mạnh.

Với các loại lãi suất, hiện nay chúng ta có 2 mức trần lãi suất tiền gửi đang được thực hiện, một trần đối với USD, được đưa ra vào tháng 4, đang được thực hiện nghiêm ngặt và trần đối với VND được đưa ra vào Q4/2010 nhưng không thực sự được tôn trọng. Và trong khoảng 6-8 tháng qua mức trần lãi suất tiền gửi VND không thực sự được tôn trọng lại phù hợp với các yêu cầu chính sách khẩn cấp của NHNN. Chúng ta sẽ cùng xem lại một chút để hiểu điều gì đang xảy ra và tại sao.

Bằng việc cho phép lãi suất tiền gửi VND thực tế trong nhiều trường hợp tăng cao hơn mức trần này thì cũng bảo đảm lãi suất cho vay VND tăng cao hơn. Do đó chúng ta thấy xuất hiện hệ thống hai lãi suất với tiền gửi VND đó là lãi suất cao hơn với các khách hàng VIP và lãi suất thấp hơn gần ngang với lãi suất công bố thực tế cho các khách hàng gửi tiền còn lại. Điều này góp phần làm tăng trưởng tín dụng chậm lại trong khi vẫn duy trì

### Tăng trưởng vốn huy động theo năm (so với cùng kì năm trước)

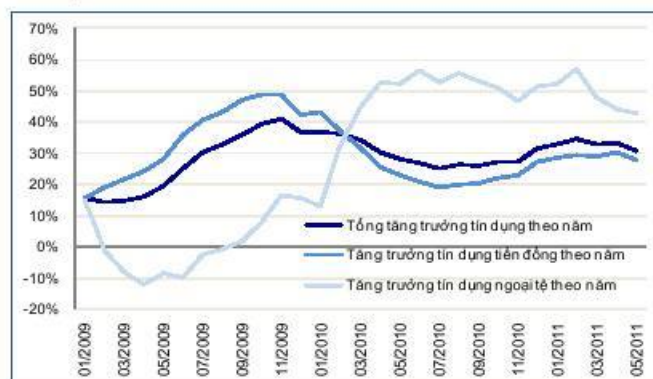


Nguồn: NHNN, HSC ước tính

một phần mức trần trên thực tế và hoạt động như một cái phanh nhẹ đối với việc hình thành tiền gửi VND và do đó là M2.

Tuy nhiên, nó cũng có tác động đối với việc duy trì quỹ đạo tăng trưởng tín dụng và tiền gửi VND và USD, và cả không tăng trưởng đối với VND như trong khoảng Q1/2011 gần đây. Điều này có thể dễ dàng quan sát bằng cách nhìn vào mức tăng trưởng các khoản tiền gửi và cho vay ngoại tệ vắng lại so với năm trước như biểu diễn trên đường xanh trên cả hai đồ thị. Nhưng kể từ khi mức trần lãi suất tiền gửi USD được đưa ra từ tháng 4, chúng ta có thể thấy có sự chuyển đổi quyết liệt từ các khoản tiền gửi USD sang tiết kiệm bằng VND và xu hướng vay bằng tiền Việt.

### Tăng trưởng tín dụng theo năm (so với cùng kì năm trước)



Nguồn: NHNN, HSC ước tính

### NHNN sẽ thực hiện mức trần tiết kiệm VND chặt chẽ hơn để duy trì M2 trong kiểm soát

NHNN nhận thức đầy đủ rằng tăng trưởng nhanh hơn các khoản tiết kiệm và tín dụng tiền Việt có ý nghĩa như thế nào với cả M2 và số nhân tiền tệ (do sự cách biệt lớn về tỷ lệ dự trữ bắt buộc của VND so với USD) và để giải quyết hiện tượng mới này việc đầu tiên và tiên quyết là phải thực hiện chặt mức trần lãi suất tiết kiệm VND trong các tháng tới.

Chúng tôi thấy sự khởi đầu từ những tín hiệu trên các phương tiện thông tin đại chúng qua đó nhiều quan chức nhấn mạnh sự không tuân thủ mức trần lãi suất tiền gửi hiện nay. Hay nói cách khác, mặc dù được cho là thuận tiện khi không thực hiện trần tiết kiệm VND trong nửa đầu năm, các ưu tiên hiện nay đã thay đổi. Do đó kết quả trực tiếp chúng tôi kỳ vọng là lãi suất tiết kiệm trên thị trường sẽ tiếp tục giảm do NHNN thẳng tay với các ngân hàng ngang nhiên vi phạm trần lãi suất



## Triển vọng nửa cuối năm và 2012 về lãi suất thị trường theo chúng tôi là sẽ ổn định nhưng giảm cho đến tận quý 1/2012 mới tăng trở lại

Dựa trên điều này, chúng tôi giả định rằng lãi suất tiền gửi trung bình trên thị trường sẽ giảm thêm 150-200bps xuống khoảng 16,5-17% trong vài tháng tới và thậm chí có thể chạm mốc 16% vào cuối năm. Cùng lúc đó chúng tôi giả định thêm rằng lãi suất cho vay giảm xuống 18,5-19% trong cùng giai đoạn. Tuy nhiên mức độ giảm tiền gửi sẽ ít hơn do các ngân hàng tìm cách để cải thiện sự chênh lệch lãi suất tiền gửi và cho vay đã bị thu hẹp trong vòng 9 tháng qua.

Chúng tôi không kỳ vọng lãi suất cầm cố sẽ lại bị cắt giảm cho đến sớm nhất là quý 4 và không quá 100 pbs trước cuối năm.

Do đó chúng tôi thấy mục tiêu ban đầu của kết hợp các chính sách hiện nay là 2 mục tiêu; giảm lãi suất tiết kiệm và cho vay trong khi cắt giảm tăng trưởng M2. Điều này có vẻ như mâu thuẫn nhưng thật may là thể giới chính sách tiền tệ đảo ngược ở Việt Nam bao gồm sự kết hợp cả các biện pháp hành chính và thị trường đang được sử dụng để kiểm soát hệ thống tài chính tiền tệ. Và điều này liên quan đến việc thay đổi rất nhiều nút thắt kỳ lạ để tạo ra hiệu ứng kỳ vọng.

Và nếu M2 bắt đầu tăng quá nhanh bất chấp các nỗ lực cao nhất, chúng ta vẫn còn sự hứa hẹn ẩn ý của Thống đốc về việc tỷ lệ dự trữ tiền Việt sẽ tăng vào tháng 10. Có nghĩa là nếu sự tăng vọt tính thanh khoản tiền đồng ngắn hạn mới đây trở thành xu hướng trung hạn, nó phải trải qua 180 ngày kiểm định (có nghĩa là sẽ vào tháng 10 năm nay). Để tóm tắt lại, chúng tôi nghĩ rằng họ sẽ củng cố chính sách trần tín lãi suất tiết kiệm VND như công cụ tiền tệ cơ bản trong giai đoạn tiếp theo và coi tỷ lệ dự trữ là chính sách phòng bị.

Do đó bức tranh kinh tế vĩ mô là khá tích cực và thị trường chứng khoán cũng vậy. Tuy nhiên đợt giảm lãi suất lớn sẽ bị hoãn lại tới nửa đầu năm 2012 khi đó theo chúng tôi lãi suất tiền gửi và cho vay sẽ giảm thêm 300-400 điểm xuống còn 12-14% và lãi suất cho vay cầm cố cũng sẽ được giảm ổn định thêm 400 điểm phần trăm xuống vào khoảng 10% trong mùa hè năm tới. Đó sẽ là nền tảng để chứng khoán phục hồi có thể là từ cuối quý 4 trở đi vào trong quý 1 năm tới.

Đây là giả định cơ bản của chúng tôi và dĩ nhiên là không tính đến các rủi ro lớn khác như khủng hoảng ở châu Âu hay nợ chính phủ Mỹ. Nó cũng giả định rằng giá hàng hóa cơ bản quốc tế sẽ giảm nhẹ nhưng không tính khả năng sụp đổ.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH  
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPCHM  
T : (+84 8) 3 823 3299  
F : (+84 8) 3 823 3301

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
T : (+84 4) 3 933 4693  
F : (+84 4) 3 933 4822

E: [infor@hsc.com.vn](mailto:infor@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)