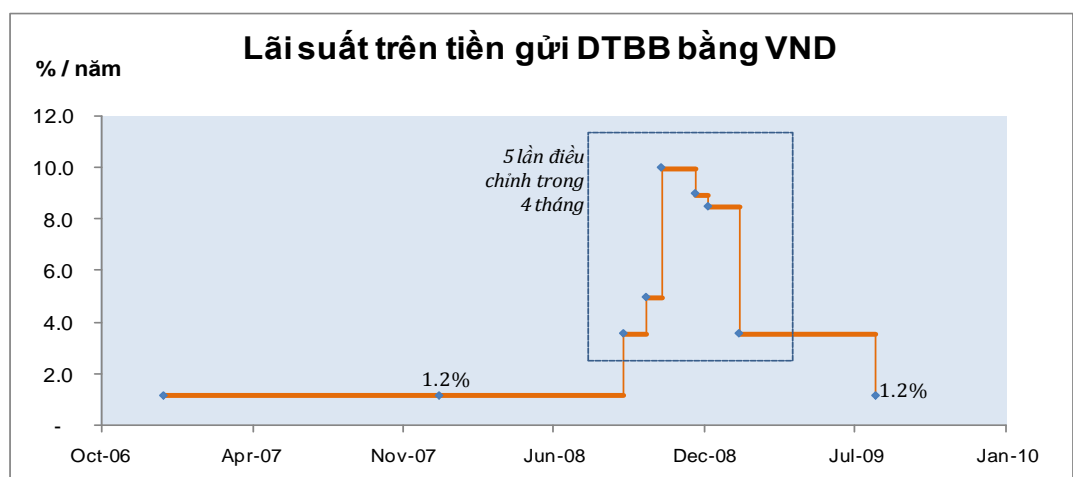


## **Nhận định của SBS về những thông tin liên quan đến việc sớm áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ**

- Những chỉ số vĩ mô đang cho thấy nền kinh tế Việt Nam đang trên đà hồi phục, tuy nhiên những thông tin về việc sớm áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ đã và đang làm các nhà đầu tư lo lắng
- Ý kiến của chúng tôi cho rằng, những chính sách kiểm soát chặt chẽ dòng tiền lưu thông trên thị trường và những hoạt động liên quan có khả năng xảy ra cao nhằm cân bằng giữa mục tiêu tăng trưởng và hạn chế rủi ro hơn là áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ trong nửa cuối năm 2009
- Nhưng ngay cả khi Chính Phủ áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ bằng việc tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên thêm 1% - 2% thì vẫn chưa đạt tới mức tỷ lệ bình thường là 8% được áp dụng suốt một thời gian dài trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế cao, vì thế chúng tôi cho rằng, nếu việc này có xảy ra thì đây cũng chỉ là hành động điều chỉnh dần từ trạng thái nới lỏng tiền tệ sang trạng thái bình thường chứ không phải sang trạng thái xiết chặt tiền tệ và điều này ngầm hiểu rằng đây là tín hiệu tốt thể hiện sự hồi phục của nền kinh tế

Ngày 17-7-2009, Ngân hàng Nhà Nước VN ('NHNN') giảm lãi suất trên tiền gửi dự trữ bắt buộc ("LSTGDTBB") bằng tiền đồng từ 3.6% xuống còn 1.2%/năm, có hiệu lực từ ngày 01-08-2009. Theo sát những động thái gần đây như điều chỉnh tăng trưởng GDP 6.5% xuống 5.5% vào tháng 5, giảm tỷ lệ tăng trưởng tín dụng 30% xuống 27% trong tháng 7, chúng tôi cho rằng đây là những bước đi hướng đến việc giám sát chặt chẽ các chính sách tiền tệ để đạt được mục tiêu về GDP, kiểm soát lạm phát và chất lượng tín dụng cho cả năm 2009.

Lãi suất trả trên tiền gửi dự trữ bắt buộc bằng tiền đồng ("LSTGDTBB") được giữ ở mức 1.2%/năm trong 1 thời gian rất dài (xem đồ thị) trước khi đi vào hàng loạt điều chỉnh trong năm 2008. Sau khi kết thúc giai đoạn lạm phát bùng nổ vào nửa đầu năm 2008, NHNN đã tăng lãi suất lên 3.6% vào tháng 9/2008 nhằm hỗ trợ các ngân hàng thương mại ("NHTM") giảm chi phí đầu vào trong khi vẫn không ảnh hưởng mạnh đến cung tiền lưu thông. Đến tháng 10/2008, NHNN tiếp tục điều chỉnh hai lần tăng lên 5% và 10% trong cùng một tháng và mức 10% cũng là mức đỉnh. Đến tháng 12/2008, khi tình hình đã tạm thời bình ổn, lãi suất này lại được điều chỉnh giảm từ từ xuống 9% và 8.5% trong tháng 12/2008 và xuống còn 3.6% trong tháng 2/2009. Đợt cắt giảm tiếp theo xuống 1.2% trong tuần rồi đã đưa mức lãi suất quay trở lại bình thường trước thời kỳ sóng gió 2008.

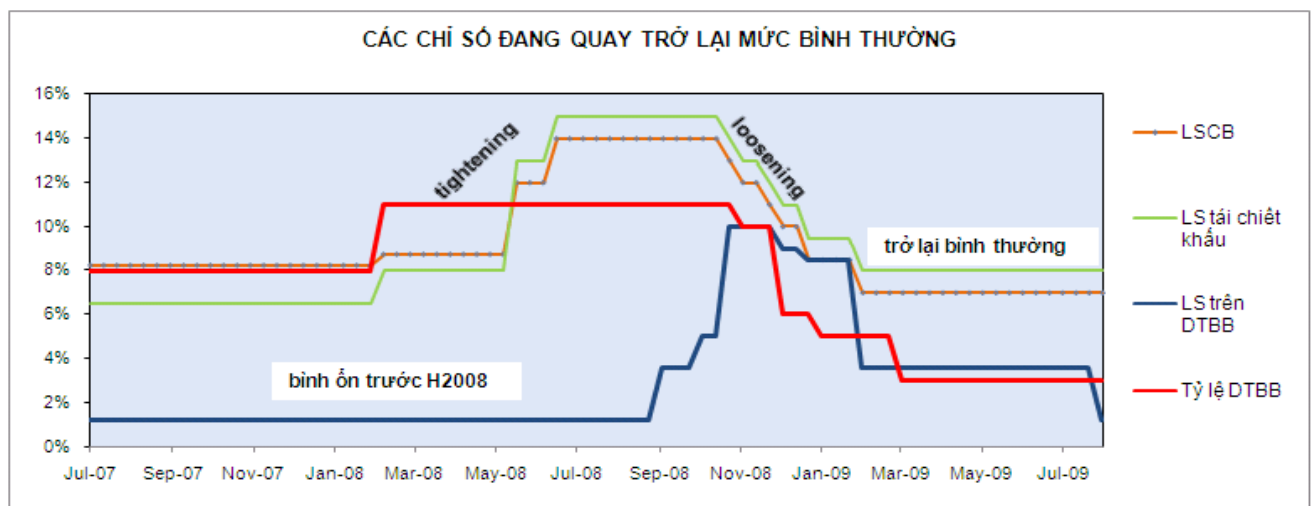


Việc cắt giảm *lãi suất* này theo chúng tôi, chủ yếu tác động làm tăng chi phí đầu vào của các NHTM lên thêm 1-1.2%/năm và trong khi tốc độ tăng trưởng nửa cuối năm bị giới hạn, việc này sẽ làm thu hẹp lợi nhuận biên từ hoạt động tín dụng của các NHTM.

## Nhận xét của chúng tôi

2008 là năm chính phủ phải hy sinh tăng trưởng để kiềm chế lạm phát cũng như chuẩn bị đối đầu với sự sụt giảm nghiêm trọng của sức cầu trên toàn thế giới. 2009 là năm giải quyết những khó khăn mang sang của 2008 và ổn định lại nền kinh tế và cho đến nay chúng tôi cho rằng Chính Phủ đã rất kinh nghiệm trong việc điều tiết các chính sách vĩ mô để không tạo ra các cú sốc cho khối doanh nghiệp như 2008 mà từng bước điều chỉnh các chính sách để đạt được hai mục tiêu chính tăng trưởng GDP và đưa lạm phát nằm trong tầm có thể kiểm soát vào cuối năm. Động thái vừa rồi của NHNN khi hạ LSTGDTBB từ 3.6% xuống 1.2% mang một ý nghĩa tích cực trong bối cảnh báo cáo hoạt động cho 1H2009 của hầu hết các NHTM đều hết sức ấn tượng trong khi thâm hụt ngân sách của chính phủ tăng đột biến trong 2009 và việc giảm lãi suất này là phù hợp một phần giảm gánh nặng cho ngân sách một mặt cho thấy hệ thống các NHTM đã từng bước đi vào ổn định.

Cùng với việc giảm mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 30% xuống 27%, chúng tôi cho rằng chính phủ chưa nhắm đến mục tiêu thắt chặt tiền tệ hay siết chặt dòng tiền mà là kiểm soát chặt chẽ hơn vốn tín dụng lẫn chất lượng tín dụng thông qua các công cụ trung gian. Việc thắt chặt tiền tệ thường gắn liền với điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản, hay tăng dự trữ bắt buộc hoặc có thể sử dụng các công cụ thị trường mở để thu hẹp lượng tiền lưu thông (như phát hành tín phiếu bắt buộc vào tháng 3/2008). Các chính sách này nếu đem áp dụng trong bối cảnh của 2H2009 có vẻ không phù hợp do mục tiêu của gói kích cầu vẫn còn đó và Chính Phủ vẫn đang chật vật để lái con thuyền đi theo đúng hướng nhằm bảo đảm mục tiêu tăng trưởng. Nói một cách khác, chính phủ đang từng bước cố gắng đưa chính sách nới lỏng tiền tệ trở về trạng thái bình thường nhưng theo một tiến độ linh hoạt phù hợp với từng điều kiện kinh tế cụ thể.



Rõ ràng với một sự tăng mạnh của chi phí vốn đầu vào, đầu ra lại bị hạn chế bởi tỷ lệ tăng trưởng và lãi suất trần, các NHTM sẽ phải hết sức cẩn trọng trong việc huy động đầu vào và giải ngân các khoản vay. Qua đó mục tiêu giám sát chất lượng tín dụng cũng phần nào được thực hiện. Chúng tôi cũng cho rằng khi dòng vốn kích cầu sau khi giải ngân hết sẽ là lúc lãi suất trần sẽ được tháo gỡ nhằm đưa thị trường tín dụng trở về trạng thái bình thường góp phần ổn định nền kinh tế.

Mặc dù chúng tôi đã nêu ra những lý do mà chính sách thắt chặt tiền tệ áp dụng trong bối cảnh 2H2009 là không phù hợp, chúng tôi vẫn thận trọng cân nhắc đến liệu có khả năng chính phủ có thể có những bước đi tiếp theo nhằm thắt chặt tiền tệ hay không. Giả thiết là chính phủ có thể tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên thêm 1% - 2% nhưng nếu nhìn vào biểu đồ ở phía trên, thì tỷ lệ sau khi tăng vẫn chưa đạt tới mức tỷ lệ bình thường là 8% được áp dụng suốt một thời gian dài trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế cao vì thế chúng tôi cho rằng, nếu việc này có xảy ra thì đây cũng chỉ là hành động điều chỉnh dần từ trạng thái nới lỏng tiền tệ sang trạng thái bình thường chứ không phải sang trạng thái xiết chặt tiền tệ và điều này ngầm hiểu rằng đây là tín hiệu tốt thể hiện sự hồi phục của nền kinh tế. Hoặc chính phủ có thể sử dụng lại công cụ phát hành tín phiếu bắt buộc như đã áp dụng thành công với 20,000 tỷ đồng trong 2008 nhưng theo dự đoán của chúng tôi trong điều kiện hiện nay thì tín phiếu này sẽ có những điều khoản tốt hơn như mức lãi suất hấp dẫn và có thể dùng để tái chiết khấu và nếu điều này xảy ra thì cũng không ảnh hưởng lớn đến lượng tiền lưu thông trong ngân hàng và trung hạn nhưng NHNN có thể quản lý dòng tiền hiệu quả hơn.

## Kết luận

Với nhận định trên, chúng tôi củng cố niềm tin vào việc dòng vốn sẽ được chảy vào đúng hướng như mục đích kích cầu của chính phủ, tăng chất lượng tín dụng ở hệ thống NHTM qua đó làm cho mục tiêu kép tăng trưởng & lạm phát được giám sát chặt chẽ. Chúng tôi cho rằng động thái này sẽ có tác động tích cực đến việc tăng chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế và sẽ quay lại có tác động tích cực và ổn định TTCK trong trung hạn.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN

### Văn phòng TP.HCM

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Dist 1, HCMC  
Tel : (84.8)-2 686868; Fax : (84.8) – 2 555957

### Văn phòng Hà Nội

Sacombank Building, 88 Ly Thuong Kiet, Ha Noi  
Tel : 84-4-9428076; Fax : 84-4-9428075

### Giám đốc khối

Nguyễn Huy Cường [cuong.nh@sbsc.com.vn](mailto:cuong.nh@sbsc.com.vn)

### Trưởng phòng nghiên cứu thị trường

Nguyễn Thị Tuyết [tuyet.nt@sbsc.com.vn](mailto:tuyet.nt@sbsc.com.vn)

### Phó phòng nghiên cứu thị trường

Nguyễn Thị Thúy Quỳnh [quynh.ntt@sbsc.com.vn](mailto:quynh.ntt@sbsc.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu thị trường

Ngô Thị Minh Huyền [huyen.ntm@sbsc.com.vn](mailto:huyen.ntm@sbsc.com.vn)

Đỗ Lệnh Trí [tri.dl@sbsc.com.vn](mailto:tri.dl@sbsc.com.vn)

### Nhóm dữ liệu

Nguyễn Hồng Khanh [khanh.ngh@sbsc.com.vn](mailto:khanh.ngh@sbsc.com.vn)

Phan Thi Kim Tuyến [tuyen.ptk@sbsc.com.vn](mailto:tuyen.ptk@sbsc.com.vn)

### Hỗ trợ khách hàng

Tel: 84-8-914 7417, 84-8-914 7418  
Email: [support@sbsc.com.vn](mailto:support@sbsc.com.vn)

### Website tham khảo

---

Để hoàn thành bản tin này, chúng tôi tham khảo và thu thập thông tin từ một số tạp chí, website sau:

[www.vneconomy.vn](http://www.vneconomy.vn)

[www.atpvietnam.com.vn](http://www.atpvietnam.com.vn)

[www.hsx.vn](http://www.hsx.vn)

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.