



# Bức tranh thị trường tài chính tiền tệ với nhiều kỳ vọng lạc quan

TRẦN TRỌNG TRIẾT  
Chuyên viên Tài chính Ngân hàng

**B**ức tranh thị trường tài chính tiền tệ chứng khoán của Việt Nam đang đón nhận những tín hiệu lạc quan từ những chỉ số kinh tế vĩ mô trong tháng 8 vừa qua như thâm hụt cán cân thương mại đang dần được cải thiện, thị trường ngoại tệ bình ổn, đầu tư nước ngoài (FDI) tăng kỷ lục, lạm phát có dấu hiệu giảm dần. Với những yếu tố hỗ trợ từ nền kinh tế vĩ mô dần ổn định kết hợp với xu thế giảm giá các mặt hàng thiết yếu trên thế giới khiến thị trường chứng khoán có những phiên tăng điểm mạnh trong nửa cuối tháng 8. Trong khi đó các kênh đầu tư khác như vàng và bất động sản không thực sự hấp dẫn, do đó nguồn tiền đổ vào thị trường chứng khoán ngày càng nhiều hơn. Gửi tiết kiệm-một kênh đầu tư luôn cạnh tranh “hút” vốn của chứng khoán từ đầu năm đến nay cũng đang mất dần sự hấp dẫn do lãi suất huy động đã bắt đầu giảm xuống, khiến vốn từ kênh này cũng đang chảy trở lại thị trường chứng khoán. Nguồn cung tiền ngày một sôi động hơn khiến thị trường có những phiên tăng điểm mạnh mẽ.

## Tổng quan về tình hình kinh tế vĩ mô trong tháng 8 vừa qua

Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư trình bày trong cuộc họp giao ban giữa Bộ này với các bộ khác và các địa phương hôm 26/8 cho thấy, giá cả và nhập siêu vẫn được kiểm soát trong khi xuất khẩu và đầu tư nước ngoài tăng cao, sản xuất ổn định... Tình hình này đã tạo động lực cũng như khơi dậy lòng tin về sự phát triển và đã tác động tích cực đến tiến trình chống lạm phát.

Theo đó, tình hình kinh tế 8 tháng đang theo chiều hướng tích cực. Sản xuất công nghiệp tuy vẫn gặp nhiều khó khăn về chi phí đầu vào nhưng vẫn phát triển khá ổn định với giá trị sản xuất đạt trên 438 nghìn tỷ đồng, tăng 16,1% so với cùng năm trước. Sản xuất nông-lâm-ngư nghiệp đã khắc phục được nhiều khó khăn về thiên tai dịch bệnh. Lúa được mùa lớn. Cán cân thương mại được cải thiện đáng kể do xuất khẩu tiếp tục tăng với giá trị kim ngạch đạt 43,3 tỷ đôla Mỹ và kim ngạch nhập khẩu 59,3 tỷ đôla Mỹ khiến mức nhập siêu chỉ còn 15,97 tỷ đôla Mỹ-bằng 36,9% kim ngạch xuất khẩu (tỷ lệ này ở 7 tháng là 41,6%). Thu hút vốn FDI cao nhất từ trước đến nay với 47 tỷ đôla Mỹ... Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 8 chỉ tăng ở mức 1,56% so với tháng trước do các giải pháp kiềm chế lạm phát của Chính phủ đã phát huy tác dụng và nhờ lúa được mùa lớn.

## Nhìn lại viễn cảnh trên thị trường tài chính tiền tệ

Việc duy trì lãi suất cơ bản 14%/năm trong tháng 9/2008 chính là một động thái của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) tái khẳng định chưa đến thời điểm thích hợp để nới lỏng chính sách tiền tệ. Theo đó, việc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt nhưng có linh hoạt ngoại ý nghĩa góp phần kiềm chế lạm phát, còn nhằm đảm bảo sự ổn định cần thiết trên thị trường tiền tệ. Trong 8 tháng đầu năm, các ngân hàng đã phải chịu đựng những cú sốc khá nặng và vai trò của cơ quan quản lý trở nên rất quan trọng để giảm thiểu tác động của các cú sốc đó.

Trên thực tế, chính sách tiền tệ thắt chặt đã được SBV quán triệt ngay từ những tháng đầu năm khi nhận thấy, xu hướng lạm phát và tín dụng đang gia tăng mạnh. Cụ thể, đầu tháng 2/2008, SBV đã tăng thêm 1% tiền gửi dự trữ bắt buộc và mở rộng diện tiền gửi phải dự trữ bắt buộc ở tất cả các kỳ hạn (trước đây chỉ có tiền gửi dưới 24 tháng mới phải dự trữ bắt buộc). Tiếp đến ngày 20/3/2008, SBV tiếp tục yêu cầu các ngân hàng thương mại phải mua 20,3 nghìn tỷ đồng tín phiếu bắt buộc, nhưng một số tổ chức tín dụng phục vụ cho vay nông nghiệp, nông thôn thì chỉ phải dự trữ bắt buộc 5% và không phải mua tín phiếu bắt buộc nhằm hỗ trợ nguồn vốn cho mục đích phát triển nông nghiệp, nông thôn, xóa đói giảm nghèo, đảm bảo an sinh xã hội.

Diễn biến phức tạp của thị trường tiền tệ về khả năng thanh khoản trong những tháng đầu năm 2008 thể hiện rõ ở việc, các ngân hàng thương mại đã đua nhau tăng lãi suất huy động trên thị trường để thu hút nguồn vốn bù đắp thanh khoản. Trong thời gian này, lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng kỳ hạn 1 tuần có thời điểm lên tới 35-40%/năm. Thanh khoản là rủi ro lớn nhất và tác động nhanh nhất tới sự tồn tại của một ngân hàng. Để xử lý tình huống này, SBV đã bơm mạnh tiền qua nghiệp vụ thị trường mở, đồng thời quy định trần lãi suất tiền gửi huy động của các ngân hàng thương mại không được quá 12%/năm. Giải pháp trên đã có tác dụng tích cực “giảm sốc” thị trường chỉ trong 10 ngày!

Vào thời điểm cuối tháng 5 và những ngày đầu tháng 6, trên thị trường ngoại hối (thị trường tự do), tỷ giá tăng hàng ngày, có những ngày tỷ giá tăng lên tới mức 19.400 VND/USD chênh lệch giữa tỷ giá bình quân trên thị trường liên ngân hàng với tỷ giá thị trường tự do ngày càng lớn, thị trường ngoại hối có dấu hiệu bất ổn. Sự biến động của thị trường đã có tác động không nhỏ đến nhiều ngân hàng vì đây là mảng kinh doanh mang lại nguồn thu đáng kể.

Để bình ổn thị trường ngoại hối, SBV đã thực hiện hàng loạt biện pháp, như nới rộng biên độ

tỷ giá từ 1% lên mức +/-2%, tạo sự linh hoạt tỷ giá sát với cung cầu thị trường; thực hiện mở rộng đối tượng bán ngoại tệ cho ngân hàng thương mại, việc can thiệp dựa vào trạng thái ngoại tệ của ngân hàng thương mại trong ngày; thực hiện minh bạch thông tin về dự trữ ngoại hối. Các biện pháp này đã đáp ứng được kỳ vọng của thị trường, trên cơ sở đó tạo dựng lòng tin của thị trường với SBV.

Bên cạnh đó, SBV còn thực hiện giám sát chặt chẽ hoạt động kinh doanh ngoại tệ, cấm tổ chức tín dụng không được mua bán USD thông qua ngoại tệ khác, phối hợp với các cơ quan chức năng tiến hành kiểm tra và xử lý các hoạt động đầu cơ, kinh doanh ngoại tệ trái pháp luật trên thị trường và thiết lập đường dây nóng. Hành động này đã có tác động nâng cao kỷ luật thị trường, góp phần bình ổn thị trường. Có thể nói, việc thực hiện đồng bộ các giải pháp bước đầu tạo được sự bình ổn thị trường ngoại tệ, thể hiện ở việc tỷ giá trên thị trường tự do giảm dần, sát với tỷ giá liên ngân hàng và các ngân hàng thương mại giao dịch tỷ giá với khách hàng trong biên độ cho phép. Đến nay, giữa tỷ giá bình quân liên ngân hàng với tỷ giá thị trường tự do không còn chênh lệch, tỷ giá tương đối ổn định xoay quanh mức 16.650-17.000 VND/USD.

Giải pháp mạnh thắt chặt chính sách tiền tệ được thực hiện từ ngày 10/6/2008 khi SBV thực hiện cơ chế điều hành lãi suất mới, theo đó quy định các ngân hàng thương mại cho vay ra nền kinh tế không được vượt quá 150% lãi suất cơ bản, và mức lãi suất cơ bản được điều chỉnh tăng từ 12%/năm lên 14%/năm. Quy định này có tác động tích cực đến tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng thương mại. Tốc độ tăng trưởng tín dụng đã giảm từ tháng 6 đến nay.

Tuy nhiên, sau khi áp dụng cơ chế điều hành lãi suất mới, một cuộc đua lãi suất huy động tiếp tục được diễn ra giữa các ngân hàng. Trong khi trần lãi suất cho vay 21%/năm được khống chế, việc đẩy lãi suất huy động lên rất cao trong thời gian ngắn của nhiều ngân hàng đã tác động tới tâm lý người gửi tiền và hầu hết khách hàng chọn kỳ hạn tiền gửi ngắn để linh hoạt động việc rút ra và chuyển đổi hình thức gửi tiền. Điều này khiến kỳ hạn tiền gửi trung bình co hẹp lại nhanh chóng, nhiều ngân hàng kỳ hạn bình quân đang từ 6-9 tháng đã nhanh chóng giảm xuống còn 1-3 tháng.

Kỳ hạn tiền gửi thu ngắn lại, trong khi kỳ hạn cho vay chưa thể thu hẹp nhanh, đặc biệt là các khoản vay trung và dài hạn. Điều này dẫn đến rủi ro chênh lệch kỳ hạn tăng lên cho các ngân hàng.

Bên cạnh đó, việc đẩy lãi suất huy động lên rất cao khiến khoản lãi suất chênh lệch giữa huy động và cho vay bị thu hẹp mạnh, chỉ còn khoảng 2-4%/năm, không đủ bù đắp chi phí dự trữ bắt buộc, bảo hiểm tiền gửi, chi phí quản lý... Tình hình này diễn ra trong khoảng 2 tháng gần đây, khiến không ít ngân hàng rơi vào tình trạng căng cho vay càng lỗ.

Khó khăn này dần được khắc phục từ giữa tháng 8 trở lại đây, khi hầu hết ngân hàng bắt đầu giảm lãi suất huy động trong điều kiện kinh tế vĩ mô diễn

biến khá tích cực. Đặc biệt, SBV quyết định tăng lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc bằng VND của các tổ chức tín dụng từ 1,2%/năm lên 3,6%/năm. Việc tăng mức lãi suất này nhằm hỗ trợ các tổ chức tín dụng có điều kiện giảm lãi suất cho vay. Khoảng cách giữa lãi suất huy động và cho vay đang “doãng” ra sẽ giúp các ngân hàng có được lợi nhuận từ hoạt động tín dụng, vốn chiếm chủ đạo trong hoạt động của các ngân hàng thương mại trong thời gian tới.

### Thị trường chứng khoán đi lên

Về thị trường chứng khoán Việt Nam trong hai tháng vừa qua, thị trường giao dịch với khối lượng ngày một tăng và tăng khá đều đặn. Nguồn cung cũng mạnh mẽ đến từ những nhà đầu tư ngắn hạn chốt lãi và cả những nhà đầu tư lớn muốn cơ cấu lại danh mục, hoặc cắt lỗ lấy tiền mặt. Với những phiên tăng điểm liên tục xen kẽ những phiên giảm điểm, thị trường trong thời gian qua thật sự gây bất ngờ cho nhiều nhà đầu tư vẫn giữ cái nhìn bi quan, không ít trong số đó đã cảm thấy hối tiếc vì sự thận trọng quá mức của mình.

Những mã chứng khoán thuộc lĩnh vực bất động sản và tài chính hầu hết đều có giá trị vốn hóa lớn và có vai trò dẫn dắt trên thị trường chứng khoán. Xu hướng tăng giá của cổ phiếu bất động sản cho thấy thị trường bất động sản có những nét tương đồng như thị trường chứng khoán: khi giảm xuống mức sâu sẽ bật lên. Xu hướng vượt lên khỏi điểm thấp của thị trường bất động sản tác động cộng hưởng với tâm lý lạc quan trên thị trường chứng khoán đã tạo đà tăng giá cho nhóm cổ phiếu bất động sản. Những mã cổ phiếu bất động sản tiêu biểu như SJS, TDH, NTL... đã tăng trên 50% cho thấy thị trường đang tập trung và kỳ vọng nhiều các mã cổ phiếu ngành này. Nhưng không phải tất cả các doanh nghiệp thuộc ngành này hoặc có hoạt động kinh doanh trong ngành bất động sản đều tốt lên. Khó khăn lớn nhất của các doanh nghiệp thuộc ngành bất động sản vẫn là nguồn vốn huy động với mức lãi suất cao và kỳ đáo hạn trả nợ vào những tháng cuối năm. Vì vậy, sau khi tăng mạnh lên mặt bằng giá mới, giá cổ phiếu của một số doanh nghiệp khó có khả năng tăng cao hơn nữa nếu còn nhiều dự án chưa thể hoàn thành trong năm nay, hoặc bán lại dự án thì mức độ kỳ vọng về lợi nhuận sẽ không còn được như trước.

Còn cổ phiếu các công ty chứng khoán cũng là những trụ cột khác, góp phần dẫn dắt thị trường khi danh mục của các công ty này được phục hồi và không còn các khoản trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán. Các mã cổ phiếu như SSI, BVS, KLS và HPC liên tục tăng trần với sức cầu rất mạnh. Tính thanh khoản đã trở lại đồng nghĩa với nguồn thu từ phí giao dịch gia tăng nhanh chóng đối với các công ty chứng khoán đã chiếm thị phần lớn trước như SSI hay BVS.

Nguy cơ mất khả năng thanh khoản trong hệ thống ngân hàng thương mại từng là nỗi ám ảnh trên thị trường chứng khoán, nay gần như được loại bỏ, theo đó, ngành ngân hàng lại đang lấy lại vị trí tiên phong. Ngân hàng vẫn cho thấy là ngành trụ cột của nền kinh tế với nhiều kỳ vọng về khả năng tăng

trường. Giá cổ phiếu ngân hàng cả trên thị trường OTC lẫn niêm yết đều khởi sắc. Mặc dù các biện pháp kiềm chế lạm phát có thể gây khó khăn cho hệ thống ngân hàng nhưng về cơ bản, các ngân hàng vẫn có điều kiện phát triển trong thời gian tới.

Có thể khẳng định, về dài hạn thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ tăng trưởng tốt. Về triển vọng phát triển của từng ngành và từng doanh nghiệp, cơ hội tăng trưởng là rất lớn dựa trên nền kinh tế đang có tốc độ tăng trưởng cao. Điển hình như khu vực ngân hàng sẽ bùng nổ do kết quả của tăng trưởng kinh tế mạnh, ít chịu ảnh hưởng của nền kinh tế tài chính thế giới và không lệ thuộc lớn vào các khoản tài trợ nước ngoài. Giá trị của các ngân hàng được định giá tương đối thấp so với tiềm năng phát triển của ngành và các nền kinh tế khác trên thế giới. Tuy nhiên, ngành ngân hàng cần thời gian để nâng cao chất lượng dịch vụ, chất lượng quản lý và ứng dụng công nghệ để phù hợp với quy mô cũng như nâng cao tính cạnh tranh trong xu thế hội nhập...

**Kỳ vọng phía trước**

Có thể nói, trong 8 tháng đầu năm, nhất là quý II/2008, các biện pháp điều hành chính sách tiền tệ thắt chặt đã có tác động tích cực đối với việc kiềm chế lạm phát, giảm nhập siêu và duy trì đà tăng trưởng kinh tế, củng cố niềm tin về xu thế ổn định tình hình kinh tế xã hội đối với các tổ chức, cá nhân, nhà đầu tư ở trong và ngoài nước.

Thị trường tài chính tiền tệ dần đi vào ổn định, lãi suất liên ngân hàng gần đây biến động

nhẹ, lãi suất qua đêm xoay quanh mức 16-17%/năm, sát với lãi suất định hướng trên thị trường mở, tỷ giá ổn định, khả năng thanh khoản của các ngân hàng thương mại đã qua giai đoạn khó khăn. Về tổng thể, khả năng thanh khoản của các ngân hàng thương mại được duy trì, thị trường tiền tệ và ngoại hối đến nay chuyển biến theo hướng tích cực và từng bước ổn định so với những tháng trước đây; SBV có khả năng điều hành các công cụ chính sách tiền tệ và tăng cường thanh tra, giám sát để kiểm soát được diễn biến tiền tệ, hoạt động kinh doanh của các tổ chức tín dụng và những biến động trên thị trường tiền tệ, ngoại hối, phù hợp với các mục tiêu kinh tế vĩ mô năm 2008.

Tuy nhiên, theo các ngân hàng thương mại, có một rủi ro đang hiện hữu đó là tình trạng nợ xấu tăng lên. Cơ bản đi qua bao giờ cũng để lại những hậu quả nhất định, nợ xấu của mỗi ngân hàng cao hay thấp phụ thuộc vào trình độ quản trị rủi ro, nhưng cũng phụ thuộc rất nhiều vào thị trường, vào khả năng trả nợ của khách hàng. Đối với ngân hàng, tài sản đảm bảo cho các khoản vay chiếm chủ yếu là bất động sản. Trong trường hợp khách hàng không có khả năng trả nợ, thị trường bất động sản không cải thiện được tính thanh khoản thì các ngân hàng sẽ mất không ít thời gian với bài toán nợ xấu. Kinh nghiệm xử lý nợ xấu sau giai đoạn khủng hoảng tài chính châu Á năm 2007 đã cho thấy điều đó ■

*(Nguồn tham khảo: web: chinhphu.vn, sbv.gov.vn, vir.com.vn, vneconomist.com.vn, saigontimes.com.vn/tbktsg)*

*(tiếp theo trang 28)*

**Huy động vốn cổ**

Việt đã chuyển nhượng trên thị trường OTC. Nay tổng công ty tuyên bố không thành lập NHTM cổ phần Hồng Việt và thoái vốn khỏi ngân hàng này. Do đó đây là vấn đề phức tạp khi giải quyết quyền lợi cho những người đã mua lại cổ phiếu của NHTM cổ phần Hồng Việt trên thị trường OTC.

Trước đó 2 Tổng công ty nhà nước đó là Tổng công ty công nghiệp tàu thủy Việt Nam – Vinashin và Tập đoàn dệt may Việt Nam – Vinatex đã tuyên bố rút khỏi dự án thành lập NHTM cổ phần công nghiệp Việt Nam; trong khi đó Tổng Công ty Thép Việt Nam và Tổng Công ty Giấy Việt Nam vẫn còn góp vốn tại dự án thành lập NHTM này.

Trong năm 2008 Nghị quyết Đại hội cổ đông các NHTM cổ phần đều đưa ra lộ trình tăng vốn điều lệ trong năm. Song phần đông các NHTM cổ phần tăng vốn bằng biện pháp tăng vốn từ quỹ thặng dư vốn, từ chia cổ phiếu thưởng bằng cổ tức của năm 2007 và bằng biện pháp bán cổ phiếu cho cổ đông nước ngoài. Rất hiếm NHTM cổ phần tăng thêm vốn điều lệ bằng việc cổ đông nộp tiền mua cổ phiếu phát hành mới. Bởi vì do tình hình giá cổ phiếu trên thị trường OTC xuống thấp (mặc dù từ cuối tháng 8-2008

đến nay thị trường đang phục hồi khá) NHNN thắt chặt điều hành chính sách tiền tệ, các NHTM hầu như không cho khách hàng vay vốn đầu tư chứng khoán và cho khách hàng vay vốn để góp vốn mua cổ phần tăng vốn của NHTM cổ phần khác lại càng không đúng quy định, bởi vì việc tăng vốn thông qua con đường bỏ thêm tiền mua cổ phiếu tăng vốn của ngân hàng là rất khó khả thi. Hơn nữa, do diễn biến của tình hình thị trường chứng khoán, nên NHNN và Ủy ban chứng khoán Nhà nước chủ trương quản lý chặt chẽ việc phát hành mới cổ phiếu tăng vốn, vì nếu không thì cung cổ phiếu, cung chứng khoán tăng mạnh so với cầu, ảnh hưởng đến sự phục hồi của thị trường. Trong bối cảnh đó càng thúc đẩy các cuộc đàm phán bán cổ phần cho đối tác nước ngoài diễn ra nhanh hơn và trở thành hướng tăng vốn chủ yếu hiện nay của nhiều NHTM cổ phần.

Giải pháp nói trên của các NHTM cổ phần, của nhiều cổ đông sáng lập NHTM cổ phần một mặt thể hiện sự ủng hộ, hưởng ứng chủ trương, giải pháp của Chính phủ, của NHNN, mặt khác để đảm bảo quyền lợi của chính các cổ đông hiện hữu; đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động trong tình hình diễn biến mới của kinh tế vĩ mô và thị trường tài chính ■