

# BÌNH LUẬN & DỰ BÁO

## *về các động thái của thị trường tài chính*

TS. NGUYỄN ĐẠI LAI

Vậy là sau gần 10 tháng cố định lãi suất cơ bản để thực hiện chính sách tiền tệ (CSTT) nói lỏng có kiểm soát phục vụ chủ trương kích thích kinh tế trong thời kỳ suy giảm, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã chính thức công bố tăng từ 7% lên 8% đối với lãi suất cơ bản có hiệu lực từ 01/12/2009. Theo đó, một loạt lãi suất điều tiết khác và lãi suất thị trường sẽ biến động theo. Cùng với đó là quyết định nâng mức tỷ giá chính thức so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng ngày 25/11 tăng 5,5% (từ 17.034 lên 17.961đ/USD) để tạo “trần” và “sàn” mới cho các ngân hàng thương mại (NHTM) giao dịch mua, bán USD trong biên độ mới +/-3%, theo đó sẽ hình thành nên mức tỷ giá bình quân liên ngân hàng mới bắt đầu từ ngày 26/11/2009. Trước đó, NHNN cũng đã công bố cho phép nhập khẩu vàng, đã tạo tâm lý “xì hơi” từ từ cho “quả bóng” giá vàng đã và đang căng tròn trên thị trường tài chính (TTTC).

Các động thái mang tính quản lý nhà nước chuyên ngành qua các quyết định nói trên đã tháo gỡ đúng nỗi bức xúc đã rất lớn của thực tế của TTTC Việt Nam từ nhiều tháng qua. Các qui luật khách quan của TTTC đã phần nào được nói chót và tạo điều kiện cho chúng phát huy tác dụng. Qui luật cung cầu và nguyên lý “bình thông nhau” của các dòng vốn đã vận hành theo hướng giảm áp lực tăng giá trên một số thị trường bộ phận bị khan hiếm hàng hóa và/hoặc bị neo giữ quá lâu. Cụ thể các biến động lan tỏa từ sau các quyết định nói trên theo tác giả nhận định thì đã và sẽ vận động theo một số động thái sau đây:

– Trên TTTC, các dòng tiền đang và sẽ dịch chuyển từ các thị trường bộ phận đang mang tính mạo hiểm và bong bóng với hàm lượng khá cao sang thị trường tiềm năng khác có lợi tức tuy chưa cao nhưng mang tính an toàn, bền vững hơn. Cụ thể, giá vàng đang xì hơi dần từ mức đỉnh xấp xỉ 30 triệu đồng/lượng cao hơn giá thế giới qui đổi tới hơn 3 triệu đồng/lượng cùng thời điểm vào trước 15/11/2009, cao hơn giá thế giới

tới trên 10%, đến tuần từ 23 – 27/11/2009, độ chênh lệch trên đã giảm xuống còn khoảng 5-8,5%. Ngày 26/11, giá vàng thế giới ở mức 1.184 USD/Oz, nếu qui đổi đúng theo tỷ giá 18.500đ/USD và hệ số qui đổi 1 lượng = 1,21 Ounce thì giá vàng trong nước lẽ ra ở mức: 26.503.840đ/lượng, nhưng giá bình quân thực tế tại thị trường trong nước cùng ngày là: 28.880.000đ/lượng, cao hơn giá thế giới 8,5%. Con số chênh lệch này sẽ dần khép lại khi các dòng chảy của vàng được lưu hoạt hơn kể từ sau quyết định cho nhập khẩu vàng trở lại của NHNN. Tuy nhiên, giá vàng trong nước luôn luôn phụ thuộc chặt vào giá thế giới (xu hướng vẫn đang tăng) và các chỉ số kinh tế vĩ mô trong nước (nhất là chỉ số CPI).





– TTCK sẽ vận động theo hướng điều chỉnh nhẹ và tạo sức dao động theo khuynh hướng đi lên mới theo tín hiệu của các nhà phát hành – các con nợ gốc của TTCK. Từ đầu năm tới nay, các chỉ số trên 2 sàn chứng khoán đều tăng rất mạnh cả về giá lẫn lượng chủ yếu do xuất hiện nhiều hàng hóa tốt từ các nhà phát hành có tiềm lực và còn do lợi tức kém từ các thị trường khác hơn là do kinh tế phát triển. Sau các quyết định thay đổi về tỷ giá và lãi suất, TTCK rất có thể sẽ dao động về giá trị thực của từng mã trước khi tạo đà tăng mới, trong đó cổ phiếu ngành Tài chính – Ngân hàng cùng một số ngành có thị trường đầu ra tốt chắc chắn sẽ khởi sắc hơn các ngành “bí” đầu ra. Đồng thời, TTCK cũng sẽ dần có điều kiện về cả hai phương diện: chính sách và thị trường để ngày càng đóng vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn chủ chốt của nền kinh tế mà lâu nay NHTM vẫn phải đảm nhiệm.

– Thị trường bất động sản (BDS) khá nóng ở miền Bắc và diễn biến nóng lạnh rất thất thường ở phía Nam, nhưng nhìn chung thị trường BDS cả nước là nóng lên. Cái nóng xuất phát nhiều từ

nguồn vốn đầu tư tăng tốc, từ giá “giải phóng mặt bằng” cao chơi vui, từ kỳ vọng vào sức cầu tương lai,... nghĩa là chủ yếu do yếu tố tâm lý và chi phí đẩy hơn là “nóng” từ sức cầu của thị trường tiêu thụ hiện tại. Nếu không có số liệu thống kê (chưa đầy đủ) của ngành xây dựng thì không ai nghĩ Việt Nam với nền kinh tế mà trong đó trình độ ngành công nghiệp còn yếu kém (nặng về gia công lắp ráp,...) là vậy mà đã có tới 754 đô thị từ cấp 3 trở lên. Chỉ trong vòng 10 năm qua từ 1999 đến 2009, trung bình cứ mỗi tháng có một đô thị được “xung danh”, trong đó rất nhiều thị trấn, thị tứ, khu công nghiệp, kể cả rất nhiều thửa ruộng nguyên là “bờ xôi ruộng mật” đã được các nhà đầu tư “đổ tiền” vào để xây dựng và/hoặc tạo dáng nhằm phấn đấu được thăng cấp lên đô thị để kỳ vọng bán được giá! Thị trường này cũng tạo ra GDP khá lớn, nhưng chủ yếu vẫn còn là “giá vốn” quá cao.

– Thị trường tín dụng là mảng thị trường rộng lớn và hàm chứa nhiều yếu tố phi thị trường nhất tính từ đầu năm cho đến 26/11/2009. Để chống suy giảm, trong suốt năm qua Chính phủ đã “ghé vai” cùng chia sẻ khoản trả lãi cho “con nợ” của NHTM vay vốn sản xuất kinh doanh. Với lãi suất được “hỗ trợ”, làm cho giá cả trên thị trường này diễn biến rất phức tạp: người bán (NHTM) thì được bán đúng giá thị trường, người mua (người vay được hỗ trợ) thì được vay với giá rẻ (gần một nửa) nên cố tìm cách được vay. Để “ăn theo”, lúc đầu cầu tín dụng tăng số dư (ròng) rất chậm (mặc dù doanh số tăng rất cao), càng về những quý sau quý 1/2009, cầu tín dụng càng tăng vì gói hỗ trợ lãi suất của Chính phủ tới 17.000 tỷ, đủ để bao cấp hỗ trợ cho 425.000 tỷ dư nợ được hưởng lãi suất có ưu đãi 4% trong 10,5%/năm trên dư nợ mà NHTM thu được. Do “bên vay” được mua rẻ nên tạo sức ép tăng cầu tín dụng thì NHTM lại không huy động được đủ vốn để đáp ứng trong giới hạn trần lãi suất đầu ra không được vượt quá 150% của lãi suất cơ bản 7%/năm kéo dài suốt 10 tháng qua. Người có tiền nhàn rỗi (đặc biệt là những nhà đầu cơ) có nhiều hơn một lựa chọn gửi tiền tiết kiệm để kiếm lời, vì nhiều kênh đầu tư khác cho lợi tức cao hơn, càng làm cho sức huy động của NHTM bị yếu thế do bị giới hạn cố định giá bán ở đầu ra. Những tháng gần đây, đặc biệt là từ tháng 10 đến cuối tháng





chế hiệu quả vốn cho vay của các NHTM cũng như vốn đầu tư có nguồn gốc từ ngân sách nhà nước. Tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay chỉ nên coi là chỉ tiêu định hướng, mà vấn đề cơ bản nhất là phải dựa trên cơ sở các dự án, phương án xuất khẩu, sản xuất kinh doanh có hiệu quả của các đối tượng khách hàng. Bên cạnh đó cần đổi mới phương pháp tính lạm phát phù hợp với thông lệ quốc tế. Trên cơ sở đó, trong phân tích diễn biến chỉ số CPI có thể thấy rõ đâu là nguyên nhân từ tiền tệ, từ mở rộng tín dụng và đâu là nguyên nhân của biến động giá các mặt hàng quan trọng trên thị trường quốc tế, giảm sức ép dư luận lên điều hành CSTT.

– Có lộ trình thực hiện lãi suất thích hợp để đảm bảo hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, của khách hàng vay vốn tại các TCTD. Nhưng mặt khác bảo đảm huy

(NHNN), trên cơ sở đó ổn định lãi suất cho vay của các NHTM. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc nên giảm để hỗ trợ cho các NHTM không tạo áp lực tăng lãi suất huy động vốn trên thị trường và không gặp khó khăn về năng lực tài chính trong điều kiện khoảng cách chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động vốn bình quân của NHTM ngày càng thu hẹp. Nếu không thì NHNN cũng nên ổn định tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Về phía các NHTM cũng cần tiếp tục đổi mới mạnh mẽ hơn nữa, bằng việc đa dạng các sản phẩm dịch vụ, đổi mới hoạt động giao dịch, hiện đại hóa công nghệ,... tạo điều kiện thu hút vốn có hiệu quả từ xã hội vào NHTM, thay cho phương thức truyền thống, “cổ điển” là chạy đua tăng lãi suất huy động vốn.

– Chính sách quản lý ngoại hối và điều hành tỷ giá thích ứng với diễn biến trong tình

động được vốn trong xã hội và hệ thống ngân hàng, không duy trì quá lâu cơ chế “bao cấp” qua hỗ trợ lãi suất. Nguyên tắc chung là cần kết thúc chính sách hỗ trợ lãi suất vào đầu năm 2010 và trong suốt năm 2010 nên ổn định các loại lãi suất chủ đạo của Nhà nước

hình mới theo mục tiêu đã định. Cần chủ động hơn trong can thiệp thị trường ngoại tệ cũng như các biện pháp kỹ thuật khác trong điều hành tỷ giá. Đặc biệt là thu hẹp khoảng cách giữa tỷ giá chính thức, tức là tỷ giá mua bán của NHTM với khách hàng và tỷ giá trên thị trường tự do. Tuy nhiên NHNN nên điều hành tỷ giá theo hướng ổn định. Bên cạnh đó, mặc dù trong năm 2009, NHNN đã ban hành quy định quản lý chặt chẽ hoạt động của các đại lý thu đổi ngoại tệ, nghiêm cấm việc mua bán ngoại tệ trái phép và kiểm soát chặt chẽ việc niêm yết bán hàng bằng ngoại tệ; song thị trường tự do về ngoại tệ vẫn sôi động và có tỷ giá ở mức khoảng cách khá so với tỷ giá chính thức của NHTM. Vì vậy, cần tăng cường hơn nữa việc quản lý các đơn vị bán hàng thu bằng ngoại tệ cũng như các bàn thu đổi ngoại tệ được ủy nhiệm của NHTM.

– Tăng cường kiểm soát chất lượng tín dụng một cách có hiệu quả, đảm bảo an toàn hệ thống tài chính tiền tệ, nhất là hoạt động ổn định của các NHTM. Bản thân các NHTM cần rà soát lại các quy định trong quản trị điều hành cũng như hệ thống kiểm soát nội bộ. Tự bản thân mình đảm bảo an toàn hoạt động của mình là chính. Còn NHNN tiếp tục đổi mới hoạt động thanh tra giám sát, chuyển mạnh sang giám sát rủi ro hoạt động của các NHTM.

– Chính phủ thực hiện các biện pháp phù hợp tiếp tục đổi mới, cơ cấu lại doanh nghiệp, cơ cấu lại nền kinh tế và hệ

11/2009, hầu hết các NHTM đã phải liên tục tăng lãi suất huy động dưới rất nhiều hình thức làm cho đường cong lãi suất huy động bị kéo căng thành “đường thẳng” (không còn khoảng cách đủ lớn để phân biệt giữa các kỳ hạn khác nhau) và cùng dâng lên tới sát mức lãi suất cố định ở đầu ra, đẩy khoảng cách chênh lệch lãi suất bình quân (NIM) giữa đầu vào và đầu ra tới mức nhỏ nhất so với sức chịu đựng của NHTM với tư cách là một doanh nghiệp! Trong khi đó, sự suy thoái của nền kinh tế phục hồi rất chậm chạp: Nhiều kho hàng lớn được tạo ra do được “kích cung” không có nơi tiêu thụ, công suất nhiều nhà máy, nhiều làng nghề phải giảm sản lượng, giảm hợp đồng lao động... nhưng vẫn vay tiền. Điều này được quan sát thấy là trong bối cảnh cuộc khủng hoảng “thừa cung” này không ít công ty, doanh nghiệp... đã “chuyển hướng” sử dụng vốn vay được rẻ (nhờ được bao cấp) sang hoạt động ở những lĩnh vực phi truyền thống. Thậm chí doanh nghiệp đóng tàu hay doanh nghiệp khai thác cũng xây khu nghỉ dưỡng, dựng sân gôn. Vậy là dư nợ tín dụng vẫn tăng, trong khi tổng lưu chuyển hàng hóa bán lẻ không tăng tương xứng. Chỉ có hệ số ICOR là tăng chóng mặt, lên đến trên 8 đồng cho một

đồng tăng trưởng! Một bộ phận rất lớn (lớn nhất từ trước tới nay) vốn từ khu vực ngân sách nhà nước (NSNN) đã đầu tư vào khu vực cơ sở hạ tầng với năng suất thấp và hiệu ứng ra nền kinh tế chậm. Nếu Chính phủ vẫn quyết định tung ra “gói” kích thích bằng hình thức “hỗ trợ lãi suất” (cho dù là chỉ 2%) thì không biết sự lộn xộn và méo mó trên TTTC nói chung và thị trường tín dụng nói riêng còn diễn biến xấu tới mức nào? Cá nhân tác giả ủng hộ bất cứ ý kiến nào nghiêng về phía xóa bỏ cơ chế bao cấp qua lãi suất như đã làm trong năm 2009. Mọi nguồn lực để kích hoạt và/hoặc để hỗ trợ nền kinh tế nên sử dụng nguyên tắc trực tiếp, ngắn hạn và có kiểm tra, giám sát bằng cơ chế hành chính rõ ràng chứ không nên mượn hệ thống thị trường để tải các nguồn lực bao cấp đó. Trên thực tế, các dòng tiền luôn luôn có xu hướng chạy theo nguyên lý “nước chảy chỗ trũng” và “bình thông nhau” là thực tiễn khách quan, là tín hiệu thị trường đã tạo sức ép lớn lên các khuôn khổ quản lý nhà nước về tài chính – tiền tệ đang rất chật hẹp, mang tính pha trộn và chậm phản ứng. Từ những sức ép bởi các tín hiệu thực tế đã khẳng định TTTC cần được vận động theo qui luật chứ không thể chỉ theo ý chí mang tính cứng nhắc trong nhiều cơ chế chính sách mà cuộc sống đã chỉ rõ.

Một loạt quyết định khá mạnh tay của NHNN vừa qua là rất cần thiết để bắt nhịp tín hiệu thị trường, góp phần trực tiếp khơi dòng cho các luồng vốn vận động theo nguyên lý “bình thông nhau” một cách hiệu quả hơn, sát với cơ chế thị trường hơn. Theo đó, việc nâng mức tỷ giá lên 5,5% (vượt mức kịch trần của biên độ và mức cũ), đồng thời đưa biên độ so với mặt bằng mức tỷ giá mới về giới hạn +/-3% đồng nghĩa với phá giá nhẹ đồng nội tệ 3,5% so với tỷ giá kịch trần cũ và 8,5% so với mức tỷ giá bình quân liên ngân hàng ngày 25/11/2009... là cần thiết đáp ứng khả năng “cung” đô la tại chỗ đang tiềm tàng trong doanh nghiệp, trong dân chúng và từ nước ngoài cho cầu đang khó khăn như hiện nay. Mặt khác, do tỷ giá trong nước bị neo ở mức thấp khá lâu nên trong quan hệ xuất nhập khẩu, đồng nội tệ bị đánh giá cao, nay trả lại một phần cùng với đà giảm giá mạnh của đồng USD ở chính nước Mỹ và trên TTTC quốc tế, tỷ giá tại Việt Nam sẽ sớm ổn

