

TS. Quách Mạnh Hào
 T: (844) 4456 8668 ext 6666
 E: Hao.QuachManh@tls.vn

TLS Vietnam Research
 Website: www.tls.vn
 Bloomberg: TLSV <GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

Nó đã xảy ra. Điều gì tiếp?¹

Giới thiệu

Nền kinh tế Việt nam đã tiến một bước dài thoát khỏi tình trạng suy thoái có mầm mống từ cuối năm 2007 và kéo dài tới đầu năm 2009. Không thể phủ nhận sự đóng góp tích cực vào tăng trưởng chung của các nỗ lực kích thích kinh tế của Chính phủ mà được nhắc nhiều nhất là gói kích thích kinh tế lên tới 8 tỷ đô la Mỹ, trong đó nổi bật là chương trình hỗ trợ lãi suất 4% trị giá 4 tỷ. Tuy vậy, một năm sau những hân hoan ban đầu về thành tích thoát khỏi khủng hoảng, nền kinh tế Việt nam đang đối mặt với những khó khăn mà nguồn gốc của nó lại chính là những nhân tố mang lại thành công trước đó. Trong con mắt của giới nghiên cứu, tiền rẻ là chiếc kẹo ngọt mang lại tăng trưởng, nhưng đồng thời cũng là tác nhân làm nền kinh tế của chúng ta bị “sâu răng”. Cách tiếp cận ổn định kinh tế vĩ mô trong hoàn cảnh hiện tại là hoàn toàn đúng đắn, nhưng giải pháp để thực hiện điều này, theo chúng tôi, là giảm mặt bằng lãi suất thay vì kiểm chế lạm phát như hiện tại.

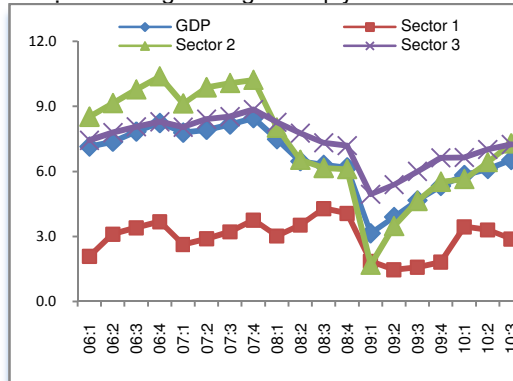
Bài viết này tổng kết những diễn biến kinh tế vĩ mô nổi bật trong năm 2010 liên quan tới các biến số quan trọng bao gồm tăng trưởng, lạm phát, lãi suất, thâm hụt thương mại, tỷ giá và thị trường chứng khoán. Bài viết cũng đưa ra quan điểm về hiện trạng “vòng luẩn quẩn” và những dấu hiệu của một tình trạng “lạm phát đình đốn”. Nút thắt quan trọng nhất mà bài viết này chỉ ra là cần phải nhấn mạnh việc nới lỏng tiền tệ nhằm giảm mặt bằng lãi suất như là mục tiêu trực tiếp nhất, thay vì giảm sức ép lạm phát. Lý do chính cho lập luận này là chính sách thắt chặt tiền tệ trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao sẽ khiến cho nhiều doanh nghiệp phải cắt giảm sản xuất hơn so với hệ quả của hành động đó khi mặt bằng lãi suất thấp. Với lập luận dựa trên cơ sở thận trọng, bài viết đưa ra nhận xét về thời điểm mà cách chính sách có thể được thực hiện và trên cơ sở đó dự báo diễn biến các biến số vĩ mô nêu trên trong năm 2011.

Tăng trưởng

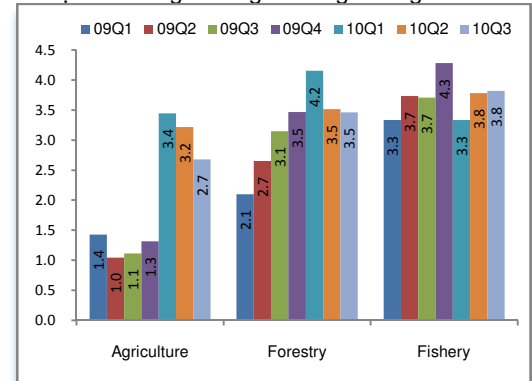
Sự hồi phục của nền kinh tế Việt nam diễn ra từ Q1/2009 được kích thích chủ yếu bởi gói kích cầu lên tới 8 tỷ đô la Mỹ, trong đó có tới 4 tỷ đô la được thực hiện thông qua tài trợ lãi suất 4% cho các doanh nghiệp sản xuất. Gói kích thích kinh tế vào thời điểm đó được đánh giá là thích hợp và phù hợp với xu thế chung của kinh tế toàn cầu, sau khi suy thoái kinh tế và khủng hoảng tài chính lan rộng kể từ sự sụp đổ của đại gia tài chính Lehman Brothers vào tháng 10/2008. Thành tựu nổi bật của quá trình giải cứu nền kinh tế là đưa các doanh nghiệp hoạt động trở lại sau một thời gian dài hoạt động cầm cự, do sức cầu nói chung trong nền kinh tế và bên ngoài sụt giảm mạnh. Đó cũng chính là lý do tại sao các gói kích thích kinh tế cũng thường được gắn với cái tên là “kích cầu”.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế cả năm 2009 được ghi nhận ở mức 5.3% không phải là một kết quả tồi, dù tốc độ tăng trưởng kinh tế trung bình thời kỳ trước đó luôn trong khoảng 7.5-8.0%, bởi nó dù sao vẫn tốt hơn so với các nhận định trước đó của nhiều tổ chức có tên tuổi². Năm 2010 tiếp nối đà hồi phục và nền kinh tế tiếp tục có những sự tăng trưởng trong cả 3 khu vực kinh tế trọng yếu, với tốc độ tăng trưởng cả năm dự báo có thể đạt gần 7%, tốt hơn so với mục tiêu hồi đầu năm là 6.5%. Tuy vậy, chúng tôi nhấn mạnh rằng tăng trưởng kinh tế thực sự đã là hệ quả của sự đánh đổi các biến số kinh tế vĩ mô khác.

Đồ thị 1a – Tăng trưởng theo quý



Đồ thị 1b – Tăng trưởng theo ngành nghề



¹ Quan điểm thể hiện trong bài viết này của cá nhân tác giả. Nguồn số liệu, trừ khi được chỉ rõ, lấy từ bộ phận Nghiên cứu của TLS Việt nam.

² Tổng hợp từ báo chí, đầu năm 2009, IMF dự báo tăng trưởng 4.75%, Ngân hàng Thế giới dự báo 5.0-5.5% và Tạp chí Nhà kinh tế (The Economist) dự báo tăng chỉ 0.3%.

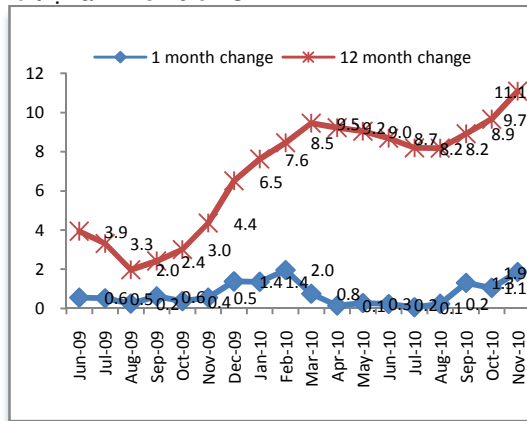
Lạm phát

Hồi phục kinh tế dựa trên nền tảng tiền rẻ tất yếu tạo ra sức ép lạm phát. Ngoài vấn đề đánh đổi kinh điển giữa tăng trưởng và lạm phát, tăng trưởng tại Việt nam được cho là trả một cái giá đắt hơn do hệ số ICOR cao, ở mức 8.0 năm 2009 trong khi năm 2008 là 6.66. Nói một cách đơn giản hơn, hiệu suất đầu tư năm 2009 thực tế giảm 20% so với trước đó. Và nếu chúng ta so sánh với nước lân cận chẳng hạn Thái Lan có ICOR ở mức 5.0, thì có thể thấy rằng chúng ta cần bơm một lượng tiền gần như gấp đôi để có thể tạo ra một mức tăng trưởng ngang nhau³.

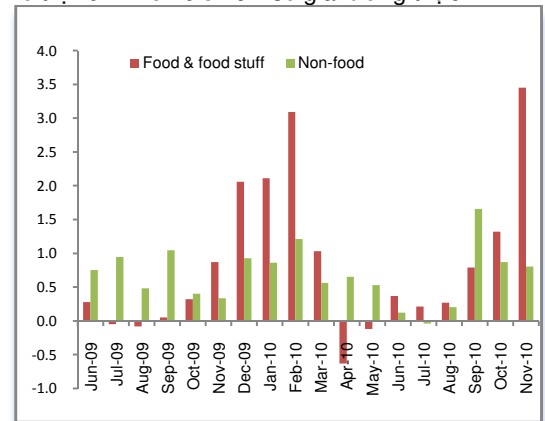
Sự xuất hiện của tiền rẻ cuối cùng cũng dẫn tới hệ quả là đưa mức lạm phát tăng cao hơn mong đợi, đồng thời cũng ghi nhận sự đóng góp không nhỏ giá lương thực thực phẩm và giá xăng dầu thế giới. Cụ thể, chính phủ đặt ra mục tiêu giữ lạm phát ở mức không quá 8% trong năm 2010, nhưng tính tới hết tháng 11/2010, chỉ số giá tiêu dùng đã tăng 9.58% so với đầu năm và tăng 11.09% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, chỉ số giá tiêu dùng bình quân mười một tháng năm 2010 – thước đo lạm phát của Việt nam – đã tăng 8.96% so với bình quân mười một tháng năm 2009, tức là đã chắc chắn vượt qua mục tiêu 8%. Các chuyên gia cũng dự báo tỷ lệ lạm phát năm 2010 được các chuyên gia kỳ vọng sẽ vào khoảng trên dưới 9%.

Một điểm đáng chú ý là sự trở lại của lạm phát được nhìn nhận khác nhau ngay sau khi có sự điều chỉnh giảm giá tiền Đồng 2%. Có ý kiến cho rằng sự điều chỉnh của tỷ giá không ảnh hưởng nhiều tới lạm phát do mặt bằng giá thế giới không biến động nhiều⁴, nhưng phần lớn cho rằng điều này là hiển nhiên trong điều kiện Việt nam là nước nhập khẩu hàng hóa với thâm hụt thương mại dự báo tính đến hết tháng Mười Một vào khoảng 10.8 tỷ đô la Mỹ⁵.

Đồ thị 2a – Diễn biến CPI



Đồ thị 2b – Diễn biến chỉ số giá lương thực



Lãi suất

Song hành với sức ép lạm phát là mặt bằng lãi suất cao. Tính tại thời điểm cuối tháng 11/2010, cho vay thương mại ước chừng vào khoảng 15-18%, mặt bằng lãi suất tiền gửi cũng đã tăng tới 13-13.5%, thậm chí tới 16%⁶ cho kỳ hạn 1 tháng sau khi việc thả nổi lãi suất được thực hiện⁷. Trong bối cảnh hiện tại, mặt bằng lãi suất cao là điều khó tránh khỏi do lạm phát cao và chính phủ tiếp tục ưu tiên thực hiện các chính sách ổn định kinh tế vĩ mô⁸. Một điểm đáng lưu ý là mặt bằng lãi suất cao hiện tại đang được nhìn nhận là rủi ro thanh khoản ngắn hạn, tạm thời và được thể hiện thông qua việc các mức lãi suất liên ngân hàng tăng rồi giảm trong nửa cuối tháng 11. Tuy nhiên, với việc tỷ suất lợi tức trái phiếu các kỳ hạn tăng và chưa thể hiện dấu hiệu giảm cho thấy kỳ vọng rủi ro ngắn hạn trở thành rủi ro kinh tế mang tính hệ thống là có tồn tại.

³ Xem "Từ chỉ số cạnh tranh và ICOR, nghĩ về hiệu quả gói kích cầu" của Trần Sỹ Chương, Báo *Doanh nhân Sài Gòn Cuối tuần* tháng 10/2009.

⁴ Ví dụ, xem bài "Tỷ giá tăng không tác động tới lạm phát", trả lời phỏng vấn của ông Lê Xuân Nghĩa do Hữu Hòa thực hiện, đăng trên báo Đầu tư Chứng khoán 26/8/2010 và lưu tại <http://tinnhanhchungkhoan.vn/RC/N/CFEJ/ty-gia-tang-khong-tac-dong-lon-toi-lam-phat.html>

⁵ Ví dụ, xem bài "Lạm phát tăng là do tỷ giá" trả lời phỏng vấn của ông Nguyễn Quang A do Nhật Minh thực hiện, lưu tại VnExpress: <http://vnexpress.net/GL/Kinh-doanh/2010/09/3BA20D11/>. Hoặc, Prakriti Sofat của Barclays Capital khẳng định, cứ 1% tăng thêm trong tỷ giá USD/VND sẽ đóng góp chừng 0.15% vào tỷ lệ lạm phát, lưu tại: <http://vneconomy.vn/20100819032443753P0C6/gioi-chuyen-gia-du-bao-xu-huong-ty-gia-usdvnd.htm>.

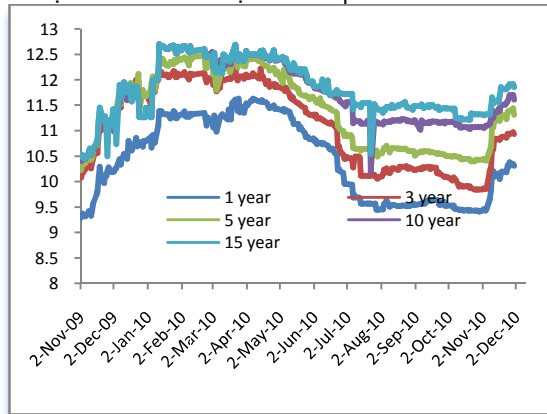
⁶ Xem bài "Lãi suất tiết kiệm vượt 16%", của Hoàng Ly đăng tại VnExpress.net: <http://ebank.vnexpress.net/GL/Ebank/Tin-tuc/2010/12/3BA23BF3/>

⁷ Ví dụ, xem bài "Bơm USD, thả nổi lãi suất" của Khánh Huyền đăng tại Tiền Phong: <http://www.tienphong.vn/Kinh-Te/517761/Bom-USD-tha-noi-lai-suat-VND.html>

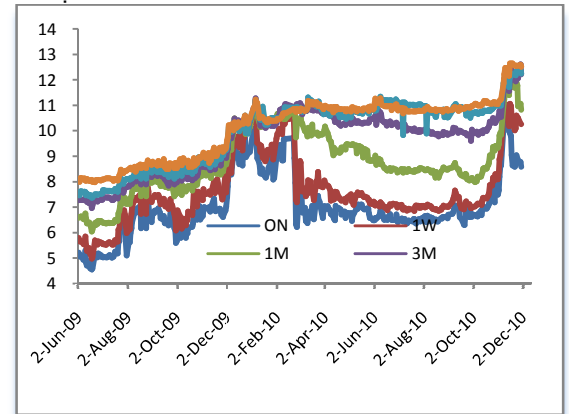
⁸ Ví dụ, xem bài "Thống đốc Nguyễn Văn Giàu: Tăng lãi suất là điều bất khả kháng", của Từ Nguyên, đăng tại VnEconomy: <http://vneconomy.vn/2010120308305783P0C6/thong-doc-nguyen-van-giau-tang-lai-suat-la-bat-kha-khang.htm>

Mặt bằng lãi suất cao hiển nhiên không phải là điều có lợi cho nền kinh tế. Một mặt, lãi suất cao dẫn tới tăng trưởng tín dụng tự nguyện giảm sút do các ngân hàng không dám cho vay ra nền kinh tế bởi điều này là quá rủi ro⁹. Mặt khác, đối với các doanh nghiệp tốt, kinh doanh an toàn và đều đặn hơn, do phải chịu chi phí vay vốn quá cao sẽ hoặc là hạn chế hoạt động vay vốn, hoặc là sẽ giảm hoặc đóng cửa kinh doanh. Khi trong nền kinh tế chỉ còn lại những doanh nghiệp sử dụng vốn sở hữu thì điều này cũng đồng nghĩa với việc tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ giảm sút do sự phụ thuộc quá nhiều vào tín dụng của tăng trưởng. Đồng thời, khi trong nền kinh tế những doanh nghiệp có mức rủi ro chiếm tỷ trọng cao hơn thì điều này sẽ tạo ra nguy cơ rủi ro hệ thống cao hơn. Khi đó, rủi ro thanh khoản ngắn hạn hoàn toàn có thể chuyển thành rủi ro mang tính hệ thống của nền kinh tế.

Đồ thị 3a – Diễn biến lợi tức trái phiếu



Đồ thị 3b – Diễn biến lãi suất



Thâm hụt thương mại

Cán cân thương mại của Việt nam thâm hụt là điều không ai ngạc nhiên do nó luôn luôn như vậy trong một khoảng thời gian dài. Nhưng sự ngạc nhiên đến vào nửa cuối của cuối năm khi mà cán cân thương mại có xu hướng thâm hụt cao hơn và gây áp lực lên tỷ giá. Dưới con mắt của giới nghiên cứu, trong khi xu hướng thâm hụt chung là điều bình thường, thì sức ép lên tỷ giá trong nửa cuối của năm 2010 hẳn phải là một sự kiện không bình thường, thể hiện một sức ép lớn hơn lên dự trữ quốc gia. Điều này có thể được nhìn thấy từ sự thay đổi nhanh chóng trong các con số được công bố.

Cụ thể, trong khi ước lượng 6 tháng đầu năm công bố vào tháng Bảy, cán cân thanh toán tổng thể thặng dư 4.3 tỷ đô la¹⁰ thì đến tháng Mười, một báo cáo khác của Bộ Kế hoạch và Đầu tư dự kiến cán cân thanh toán tổng thể thâm hụt khoảng 4 tỷ đô la¹¹. Thâm hụt thương mại rõ ràng đã tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm, từ 4.2 tỷ đô la ước trong 6 tháng đầu năm lên tới 10.8 tỷ (dự báo) trong 11 tháng và dự kiến cuối năm trong khoảng 12.2-13.5 tỷ đô la¹². Theo đánh giá của chúng tôi, sự tăng tốc của thâm hụt thương mại trong nửa sau của năm là dấu hiệu phản ánh sự giảm sút của sản xuất trong nước – hệ quả của mặt bằng lãi suất cao - từ đó dẫn tới gia tăng nhu cầu nhập khẩu.

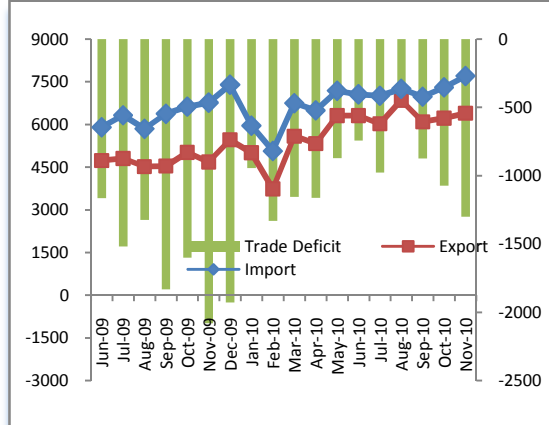
⁹ Theo lý thuyết hạn chế tín dụng tự nguyện, mặt bằng lãi suất cao chỉ khuyến khích các doanh nghiệp rủi ro vay vốn bởi chỉ có thực hiện các dự án rủi ro cao mới kỳ vọng mang lại lợi nhuận đủ lớn để hoàn trả món vay. Kết quả là trên thị trường chỉ còn lại các doanh nghiệp rủi ro và do vậy khả năng vỡ nợ là cao hơn.

¹⁰ Xem bài "Cán cân thanh toán quốc tế thặng dư 3.43 tỷ đô la", của Giang Oanh đăng tại website của Chính phủ: <http://baodientu.chinhphu.vn/Home/Can-can-thanh-toan-quoc-te-thang-du-343-ty-USD/20107/33406.vgp>

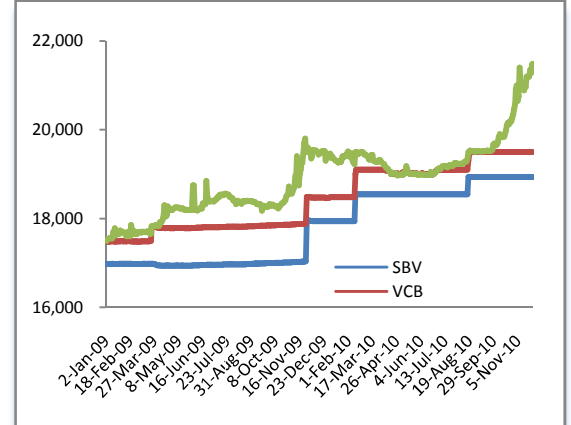
¹¹ Xem bài "Năm 2010, cán cân thanh toán thâm hụt khoảng 4 tỷ đô la", của Anh Quân đăng tại VnEconomy: <http://vneconomy.vn/20101021114618793POC6/nam-2010-can-can-thanh-toan-tham-hut-khoang-4-ty-usd.htm>

¹² Xem bài "Đánh giá xuất khẩu 10 tháng đầu năm và dự kiến cuối năm", đăng tại báo Thị trường Nước ngoài: <http://www.ttnn.com.vn/country/256/news/28645/danh-gia-xuat-khau-10-thang-dau-nam-va-du-kien-cuoi-nam.aspx>

Đồ thị 4a – Thâm hụt thương mại



Đồ thị 4b – Diễn biến tỷ giá



Tỷ giá

Tỷ giá đồng Việt nam liên tục chịu sức ép kể từ cuối tháng 9 và tính tới thời điểm cuối tháng Mười Một, tỷ giá trên thị trường tự do dao động quanh mức 21,500 trong khi tỷ giá thị trường liên ngân hàng nằm ở mức 19,500, mặc dù vào ngày 19/8, giá trị đồng Việt nam đã được điều chỉnh giảm 2%. Sức ép liên tục lên đồng Việt nam là tổng hợp của sức ép tâm lý đến từ lạm phát cao, thâm hụt thương mại và vấn đề nợ của Vinashin. Những lo ngại tâm lý này đã dẫn tới nhu cầu đột biến về nắm giữ đồng đô la Mỹ và Vàng như là những tài sản có giá. Tuyên bố can thiệp thị trường ngoại hối¹³ của Ngân hàng nhà nước thực tế đã chỉ giúp bình ổn thị trường trong thời gian rất ngắn, chúng tỏ niềm tin chưa thực sự trở lại. Việc tỷ giá ở mức cao hay thấp không phải là vấn đề, nhưng nếu sức ép tỷ giá dẫn tới những sự điều chỉnh tỷ giá liên tục sẽ tạo ra những lo ngại đối với những nhà kinh doanh và đầu tư nước ngoài. Vì lý do này, rủi ro tỷ giá được giới nghiên cứu coi như là rủi ro vĩ mô lớn nhất trong năm 2010¹⁴.

Thực trạng thị trường

Thị trường giao dịch dao động trong năm 2010 phản ánh sự “việt vị” của giới nghiên cứu và thực tiễn khi cuối năm 2009 họ đưa ra bức tranh hết sức sáng sủa cho năm 2010. Phần lớn các ý kiến tại thời điểm đó đã bị chi phối bởi sự hồi phục ấn tượng nền kinh tế và thị trường trước đó. Những khó khăn vĩ mô trong năm 2010 bao gồm lạm phát, thâm hụt thương mại, tỷ giá, lãi suất nêu trên đã không được cân nhắc một cách thận trọng. Sự thay đổi quan điểm của giới nghiên cứu và thị trường thực sự chỉ bắt đầu vào khoảng nửa cuối của năm 2010 khi mà mọi việc đã diễn ra¹⁵.

Năm 2010 cũng là một năm bội thu của các doanh nghiệp phát hành tăng vốn. Trong khi phần lớn các nhà đầu tư, cả cá nhân và tổ chức, đều chịu nhiều thua thiệt, thì người giành phần thắng là các doanh nghiệp phát hành tăng vốn. Họ thực sự đã tận dụng kỳ vọng sáng sủa của giới đầu tư hồi đầu năm để hiện thực hóa các kế hoạch huy động vốn. Theo số liệu của TLS Việt nam, tổng số tiền được hút vào các hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp vào khoảng 67-70 nghìn tỷ đồng, trong đó các doanh nghiệp niêm yết thu hút khoảng hơn 24 nghìn tỷ chủ yếu thông qua việc chào bán cho cổ đông hiện hữu – một hình thức cổ đông không thể từ chối mua. Với việc các doanh nghiệp huy động vốn thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu và với mức sinh lời cổ tức trung bình chỉ khoảng 2-3% năm trong khi mặt bằng lãi suất cho vay ở mức cao 15-20%, các doanh nghiệp thành công trong việc phát hành đã là những người hưởng lợi. Với con mắt của doanh nghiệp, có thể nói rằng thị trường thực sự là một kênh huy động vốn hiệu quả đối với họ.

Một hình thái khác của thị trường trong năm 2010 là sự xuất hiện của những “trò bịp” trên thị trường chứng khoán Việt nam. Hiện tượng “đội lái” cùng những kỹ xảo điều khiển giá cổ phiếu và sử dụng dịch vụ tài chính để trao vị thế “nhà đầu tư” bắt đầu dĩ cho các công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ cho vay chứng khoán là câu chuyện tốn giấy mực của báo giới¹⁶. Bên cạnh đó, những tư vấn giả mạo, những dự án bánh vẽ và những khoản lợi nhuận bất ngờ xuất hiện hoặc mất đi khi doanh nghiệp ra báo cáo cũng là

¹³ Ví dụ, xem bài “Bơm USD, thả nổi lãi suất” của Khánh Huyền đăng tại Tiền Phong: <http://www.tienphong.vn/Kinh-Te/517761/Bom-USD-tha-noi-lai-suat-VND.html>

¹⁴ Xem bài “Rủi ro tài chính vĩ mô lớn nhất là tỷ giá” của Hữu Hòe đăng tại VnEconomy:

<http://vneconomy.vn/20100818110321467p0c6/rui-ro-tai-chinh-vi-mo-lon-nhat-la-ty-gia.htm>

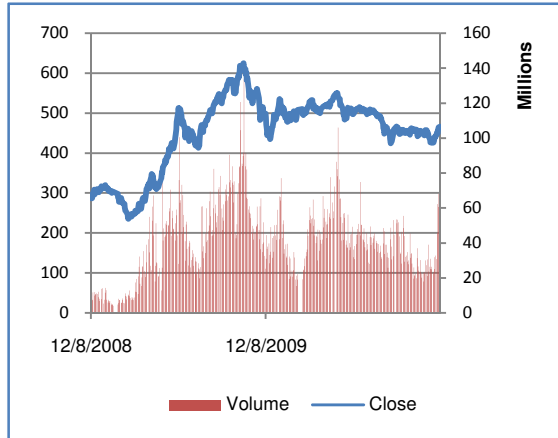
¹⁵ Báo cáo “Triển vọng Việt nam” hàng tháng của Phạm Thế Anh và Quách Mạnh Hào do TLS Việt nam công bố đưa ra quan điểm tích cực về thị trường từ tháng Năm 2010 dù trước đó nhìn nhận tích cực.

¹⁶ Những đánh giá này dựa trên thông tin được nêu trên báo chí

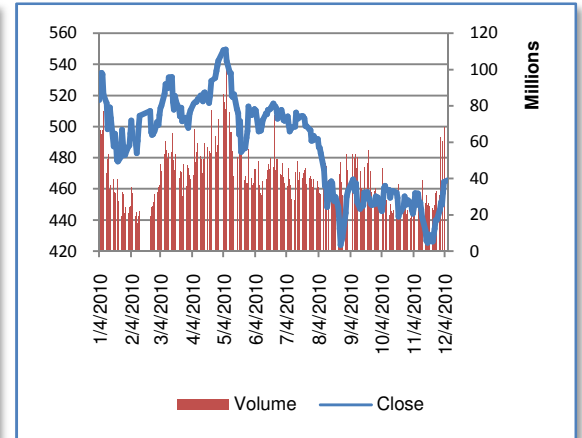
một phần của cuộc chơi. Những nhà đầu tư chân chính kỳ vọng những đồng tiền giành được sẽ sinh lời nhiều hơn gửi tiết kiệm cuối cùng cũng nhận ra chân lý rằng doanh nghiệp dù có nhiều dự án đẹp, lợi nhuận báo cáo dù có cao, nhưng nếu lợi nhuận đó không được chuyển hóa thành cổ tức bằng tiền thì tất cả chỉ là những ảo giác về giá trị.

Điểm sáng trong diễn biến thị trường năm 2010 là nỗ lực mua ròng của khối nhà đầu tư nước ngoài. Tính tới hết tháng Mười Một, khối ngoại đã có tới 14 tháng mua ròng liên tục trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh. Tính từ đầu năm, vốn đầu tư nước ngoài gián tiếp ước chừng tăng khoảng hơn 700 triệu đô la Mỹ, trong khi năm 2009 con số rút ra vào khoảng 500-600 triệu đô la Mỹ¹⁷. Lý do chính để giải thích điều này có thể là sự hấp dẫn trở lại của cổ phiếu do giá đã giảm nhiều trong năm 2009. Nếu Việt nam thành công trong việc sớm ổn định kinh tế vĩ mô, sự tham gia của giới đầu tư nước ngoài vào Việt nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng lên, đặc biệt từ năm 2012 khi khu vực tài chính rộng mở hơn.

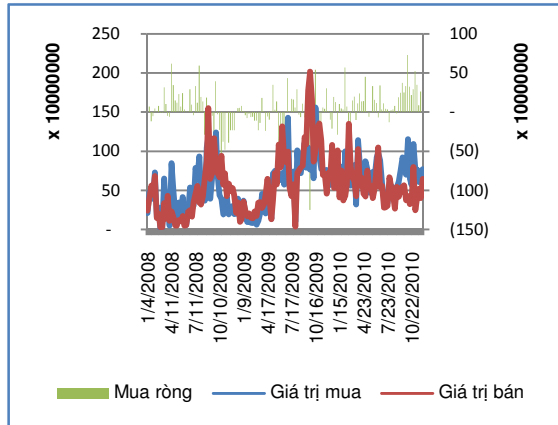
Đồ thị 5a – Diễn biến thị trường



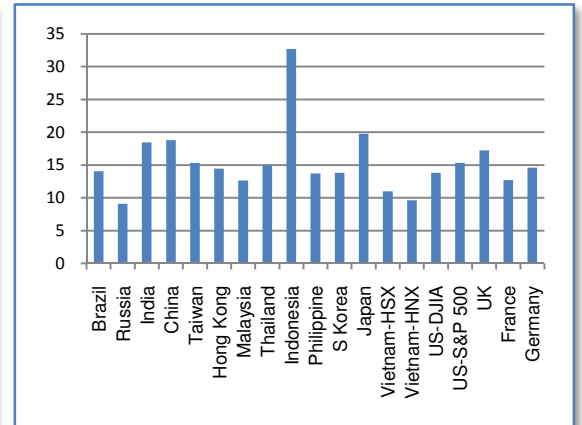
Đồ thị 5b – Diễn biến thị trường từ đầu năm



Đồ thị 6a – Mua ròng nhà đầu tư nước ngoài



Đồ thị 6b – Chỉ số PE so sánh các thị trường



Vòng luẩn quẩn

Chúng ta hẳn không thích thú để chứng kiến cái vòng luẩn quẩn hiện tại. Các lý thuyết kinh tế tài chính thường cho rằng chính sách tiền tệ thắt chặt sẽ giúp kiềm chế lạm phát, nhưng điều này không hoàn toàn như vậy trong điều kiện mặt bằng lãi suất cao¹⁸. Trong thực tế Việt nam hiện tại, nếu lạm phát cao được kiềm chế bằng chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài sẽ dẫn tới hệ quả là sản xuất trong nước gặp khó khăn, nhập siêu, giảm giá tiền đồng và cuối cùng là giá cả hàng hóa trong nước lại tăng – nghĩa là các công cụ chống lạm phát thực tế lại tạo ra lạm phát ở chu kỳ mới¹⁹. Nói cách khác, đó là dấu hiệu của lạm phát đình

¹⁷ Xem bài "Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài đang vào mạnh" của Minh Đức và Từ Nguyên đăng tại VnEconomy: <http://vneconomy.vn/20101203025331683POC6/von-dau-tu-gian-tiep-nuoc-ngoai-dang-vao-manh.htm>

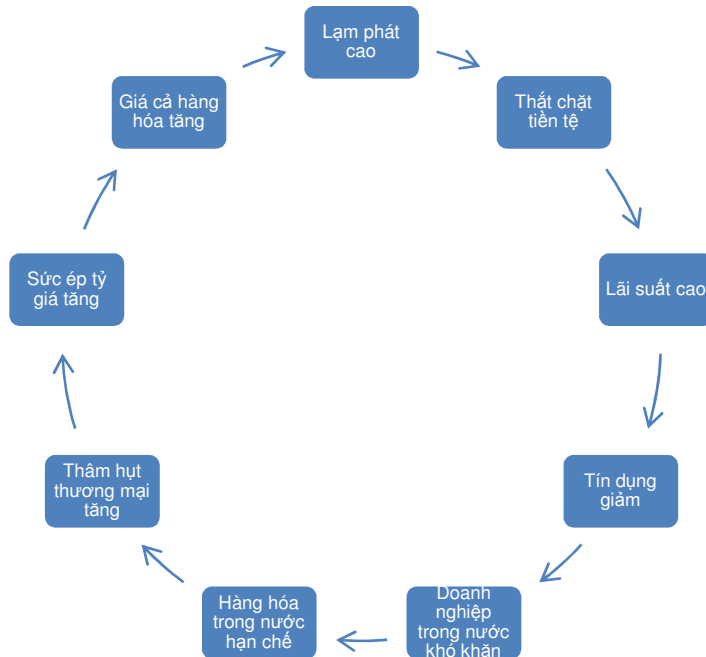
¹⁸ Những phân tích về vấn đề này thể hiện quan điểm riêng của tác giả.

¹⁹ Xem quan điểm tương tự của Ông Bùi Kiến Thành khi trả lời phỏng vấn bài "Bơm tiền ra có tạo áp lực lạm phát?" do Nguyễn Dương thực hiện đăng trên Tầm Nhìn: <http://www.tamnhin.net/TienVang/6610/Bom-tien-ra-co-tao-ap-luc-lam-phat-moi.html>

đốn²⁰. Lý do chính của điều tưởng như mâu thuẫn với nguyên tắc sách giáo khoa này nằm ở mặt bằng lãi suất quá cao.

Cụ thể, nếu lãi suất cao thì việc thắt chặt sẽ làm cho nhiều doanh nghiệp rời bỏ thương trường hơn do tỷ suất lợi nhuận kinh doanh trung bình không đủ lớn để trang trải vốn vay, và khi đó, tác động của thắt chặt tiền tệ sẽ dẫn tới sự thiếu hụt về cung hàng hóa trong nền kinh tế. Còn nếu trong điều kiện mặt bằng lãi suất thấp, việc thắt chặt có thể làm cho doanh nghiệp khó khăn nhưng lại không nhiều doanh nghiệp khó khăn tới mức rời bỏ thương trường bởi tỷ suất lợi nhuận trung bình vẫn đủ lớn để trang trải được chi phí lãi. Khi đó, cung hàng hóa vẫn đủ để đáp ứng, giá cả tăng không đáng kể bởi nguyên tắc cạnh tranh sẽ buộc doanh nghiệp phải chủ động giữ giá và chịu chi phí lãi vay tăng lên.

Đồ thị 7 – Vòng luẩn quẩn



Như vậy, có thể hiểu rằng việc duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt trong điều kiện hiện tại là một lựa chọn đúng theo sách nhưng có thể lại tạo ra sự trả giá lớn hơn nếu lạm phát đình đốn trở thành sự thật. Điều này không mâu thuẫn với quan điểm trong phần đầu bài viết rằng tiền rẻ là nguyên nhân tạo ra lạm phát, bởi vì tiền rẻ trong điều kiện mặt bằng lãi suất thấp sẽ càng khuyến khích những sự đầu tư không hiệu quả và đẩy mức giá cả chung trong nền kinh tế tăng cao hơn bình thường. Giả sử Chính phủ cũng nhìn nhận theo cách này, rất hợp lý để lập luận rằng Chính phủ hẳn đang chờ đón cơ hội để sớm chuyển từ cách tiếp cận ổn định vĩ mô sang kích thích sản xuất trong nước thông qua chính sách tiền tệ nới lỏng. Câu hỏi đặt ra là khi nào thì điều này sẽ xảy ra và câu trả lời của chúng tôi là điều này có thể xảy ra trong Quý 1 và 2 năm 2011.

Cơ sở cho nhận định của chúng tôi là giả thuyết về độ trễ tác động của chính sách tiền tệ, được nhìn nhận chủ yếu thông qua diễn biến lạm phát. Trong phần lớn các tháng của năm 2010, trái phiếu chính phủ đều được phát hành bán cho các tổ chức kinh tế, nhưng có thể nhận thấy rõ là việc này được thực hiện mạnh mẽ hơn trong giai đoạn từ Q2/2010, với một lượng trái phiếu chính phủ khoảng hơn 30 nghìn tỷ Đồng trong tổng số khoảng 65 nghìn tỷ trái phiếu chính phủ đã phát hành kể từ đầu năm. Điểm chú ý là điều này được thực hiện ngay sau khi chỉ số giá cả CPI đạt mức cao khoảng 9.0-9.5% (so với năm trước) trong các tháng của Q1/2010, cho thấy rõ chủ trương thắt chặt tiền tệ thông qua phát hành trái phiếu nhằm giảm cung ứng tiền trong lưu thông. Ngay khi chỉ số CPI có xu hướng giảm xuống trong Q2/2010, lượng trái phiếu chính phủ phát hành cũng giảm mạnh. Và khi sức ép lạm phát trở lại kể từ cuối Q3/2010 đầu Q4/2010, trái phiếu chính phủ lại được bán ra với giá trị lớn hơn vào tháng 10. Tuy nhiên, mặc dù kể

²⁰ “Lạm phát đình đốn” là cụm từ tác giả sử dụng cho cụm từ tiếng Anh “stagflation” ám chỉ tình trạng kinh tế trong đó lạm phát cao nhưng sản xuất khó khăn.

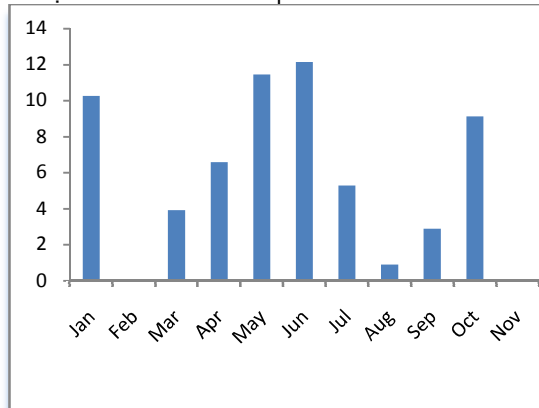
hoạch phát hành còn khoảng 16 nghìn tỷ chưa thực hiện, nhưng trong tháng 11, lợi suất trái phiếu chính phủ thấp đã làm cho việc chào bán không thành công.

Như vậy, có thể nhìn nhận rằng, phát hành trái phiếu chính phủ là một trong số các giải pháp phục vụ cách tiếp cận ổn định vĩ mô của chính phủ trong năm 2010. Với việc người mua trái phiếu chủ yếu là các định chế tài chính, phát hành trái phiếu chính phủ cũng đồng nghĩa với việc giảm lượng tiền trong lưu thông thông qua các công cụ tạo tiền. Điều này tại những thời điểm nhất định sẽ gây ra sự khan hiếm thanh khoản trong hệ thống ngân hàng, đặc biệt xuất phát từ những ngân hàng nhỏ. Đó chính là lý do tại sao kể từ tháng 5/2010, lượng tiền bơm rông qua hoạt động thị trường mở (OMO) với các kỳ hạn ngắn luôn ở trạng thái dương trong khi tại các tháng trước đó thì ở trạng thái âm. Nói một cách khác đi, phát hành quá nhiều trái phiếu chính phủ tại những thời điểm nhất định sẽ tạo ra các cú sốc thanh khoản và thị trường OMO sẽ giúp để làm “mịn” các cú sốc đó.

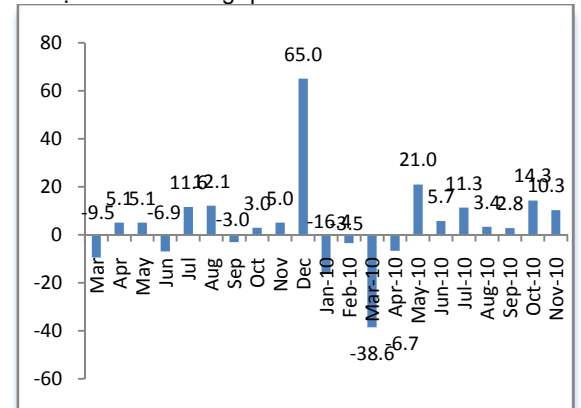
Một điểm hết sức đáng chú ý trong các phân tích nêu trên là độ trễ thời gian và hiệu ứng chính sách – rất quan trọng trong các giả định của chúng tôi. Một cách ngắn gọn, lạm phát cao trong quý này sẽ dẫn tới sự thắt chặt tiền tệ tại quý tiếp theo thông qua việc bán trái phiếu chính phủ. Việc làm mịn thông qua hoạt động thị trường mở được thực hiện gần như song song với hoạt động phát hành trái phiếu. Hệ quả của việc thắt chặt tiền tệ là mặt bằng lãi suất ngắn hạn (nhỏ hơn 1 năm) tăng đột biến trong quý kế tiếp. Tuy nhiên, thật đáng ngạc nhiên là sức ép lạm phát không hề giảm mà còn tăng trở lại, và đặc biệt được cộng lực bởi việc tiền Đồng mất giá trong tháng Tám. Điều này cho chúng ta một gợi ý rằng hẳn là đã có điều gì đó sai ở đây. Nói cụ thể hơn, dường như cách tiếp cận kiềm chế lạm phát bằng thắt chặt tiền tệ đã không hoạt động mà còn làm trầm trọng vấn đề hơn – cái vòng luẩn quẩn.

Nếu chính phủ nhìn nhận theo cách này thì mục tiêu chính sách trực tiếp phải là giảm mặt bằng lãi suất chứ không phải lạm phát, và do vậy, việc nới lỏng tiền tệ gần như cần phải được thực hiện mà không nhất thiết phải có sự sụt giảm lạm phát. Hoặc trong trường hợp lựa chọn bảo thủ hơn, thì ngay khi lạm phát theo tháng có xu thế giảm, chính sách tiền tệ nới lỏng nên được thực hiện ngay. Nếu giả định này là hợp lý, thì nhìn vào độ trễ thời gian trong năm 2010, chính sách thắt chặt tiền tệ thường sẽ dẫn tới sự sụt giảm CPI theo tháng bắt đầu từ Q1/2011. Như vậy, sẽ hoàn toàn logic để lập luận rằng chính phủ nhiều khả năng sẽ thực hiện việc nới lỏng tiền tệ chậm nhất từ Q1/2011 nhằm giảm mặt bằng lãi suất.

Đồ thị 8a – Phát hành trái phiếu



Đồ thị 8b – Bơm rông quá OMO



Triển vọng

Chúng tôi kỳ vọng “vòng luẩn quẩn” sẽ được giải quyết trong nửa đầu năm 2011. Mục tiêu quan trọng nhất là giảm lãi suất và nút thắt quan trọng nhất là sử dụng chính sách tiền tệ nới lỏng thông qua việc khuyến khích Ngân hàng Nhà nước mua lại trái phiếu chính phủ hoặc Chính phủ hạn chế phát hành trái phiếu. Nếu điều này được thực hiện, một loạt những biến số kinh tế vĩ mô khác được kỳ vọng sẽ có chuyển biến tích cực trong năm 2011. Một vài dự báo quan trọng đối với các biến số chính của nền kinh tế được chúng tôi tóm tắt như sau:

- **Lạm phát:** Chịu tác động của chính sách ổn định vĩ mô ưu tiên kiềm chế lạm phát trong Q4/2010, chỉ số CPI dự kiến bắt đầu giảm dần từ Q1/2011, giảm mạnh hơn trong Q2/2011 và đạt mức đáy trong Q3/2011 trước khi có xu hướng tăng trở lại vào Q4/2011. Về mặt con số, chúng tôi dự báo lạm phát năm 2010 (theo nguyên tắc bình quân CPI hàng tháng so với cùng kỳ năm trước) sẽ kết thúc ở mức 9.0%. Trong năm 2011, chỉ số CPI theo Quý trung bình khoảng 2.1% trong Q1, 1.5% trong Q2, 1.8% trong Q3 và 2.1% trong Q4. Lạm phát năm 2011 dự kiến ở mức 7.5%-8.0%.

- **Thâm hụt thương mại:** Thâm hụt thương mại là xu thế không tránh khỏi. Nhưng việc thâm hụt thương mại gây sức ép lên tỷ giá như thời điểm hiện tại là hệ quả của thiếu hụt cung hàng hóa trong nước và điều này là hệ quả của mặt bằng lãi suất quá cao. Theo nhìn nhận của chúng tôi, độ trễ cho mối liên hệ giữa mặt bằng lãi suất, doanh nghiệp trong nước khó khăn và sức ép thâm hụt thương mại – tỷ giá vào khoảng 6 tháng. Do vậy, nếu nhìn theo hướng ngược lại thì khi chính sách tiền tệ nới lỏng được thực hiện và qua đó mặt bằng lãi suất không còn tăng nữa kể từ Q1/2011, thì sớm nhất chúng tôi chỉ có thể kỳ vọng sự cải thiện của kết quả kinh doanh của doanh nghiệp và cán cân thương mại đến trong nửa sau của năm 2011. Nghĩa là, trong Q1 và Q2, thâm hụt thương mại sẽ tiếp tục gây sức ép tỷ giá và tình hình sẽ chỉ cải thiện sớm nhất là Q3/2011.
- **Tỷ giá:** Có nhiều cách tiếp cận chuẩn mực về xác định tỷ giá, chẳng hạn nếu sử dụng phương pháp ngang giá lại suất thì tỷ giá tiền Đồng phải nằm trong khoảng 20,800-21,340. Hoặc nếu sử dụng phương pháp ngang giá sức mua với một rổ hàng hóa là tỷ trọng thương mại của các đối tác chính của Việt nam thì tiền Đồng đang cao giá khoảng 5-6%. Tỷ giá trên thị trường tự do trong khoảng 21,300-21,500 thực sự đang phản ánh tương đồng với giá trị được xác định bởi các mối quan hệ cân bằng nêu trên, mặc dù chúng ta không thể phủ nhận rằng các mối quan hệ cân bằng nêu trên dựa trên giả định quan trọng là dòng vốn dịch chuyển tự do. Tuy vậy, việc cán cân thương mại được dự báo tiếp tục thâm hụt chắc chắn sẽ tiếp tục là sức ép đối với tỷ giá trong nửa đầu của năm 2011. Chúng tôi dự báo điều chỉnh tỷ giá có thể sẽ diễn ra trong giai đoạn này, trừ khi các dòng tiền nóng chảy vào trong nước nhằm tận dụng chênh lệch lãi suất cao hiện tại. Sức ép tỷ giá sẽ giảm mạnh trong nửa sau của năm 2011.
- **Lãi suất:** Với cách tiếp cận thận trọng nhất, nghĩa là giả định rằng chính phủ hành động dựa trên diễn biến lạm phát, chúng tôi cho rằng việc sức ép lạm phát giảm xuống từ Q1/2011 sẽ gần như sẽ kéo theo việc chính phủ sẽ thực hiện các giải pháp nới lỏng tiền tệ. Khi đó, mặt bằng lãi suất cho vay hiện tại (15-18%) được kỳ vọng sẽ bắt đầu giảm từ Q1/2011 (14-16%), giảm mạnh hơn trong Q2/2011 (12-15%), tạo đáy tại Q3/2011 (12-14%) và sẽ tăng nhẹ trở lại vào Q4/2011 (12-15%).
- **Thị trường chứng khoán:** Hàn thừ biểu của nền kinh tế không phản ánh hiện thực hiện tại của nền kinh tế, mà phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư. Tuy nhiên, kỳ vọng của nhà đầu tư cần thiết phải dựa trên điều kiện quan trọng đầu tiên là sự sẵn có của tiền. Nghĩa là, khi nhà đầu tư thấy hấp dẫn thì họ phải có tiền để mua thay vì chỉ nghĩ như vậy. Với việc kỳ vọng rằng chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ được thực hiện từ Q1/2011, chúng tôi cho rằng một lực đỡ không nhỏ cho thị trường thông qua các công thức tạo tiền sẽ xuất hiện. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ chuyển dịch trong nửa cuối của Q4/2010 và dao động trong khoảng 420-465, tăng trong Q1/2011 khoảng 15% so với kết thúc Q4/2010 và tăng 10% trong Q2/2011 so với kết thúc Q1/2011. Thị trường nhiều khả năng tạo đỉnh ổn định trong Q3/2011 và giảm khoảng 10% trong Q4/2011 so với kết thúc Q3/2011.

Kết luận

Bài viết này tổng kết diễn biến các biến số kinh tế vĩ mô quan trọng nhất trong năm 2010 và đưa ra những lập luận hướng tới việc dự báo diễn biến trong năm 2011. Những biểu hiện hiện tại của nền kinh tế vi mô cho thấy chúng ta đang trong một vòng luẩn quẩn. Lập luận quan trọng nhất là việc thắt chặt tiền tệ không phải là giải pháp để ổn định kinh tế vĩ mô bởi thực hiện điều đó trong điều kiện mặt bằng lãi suất cao sẽ dẫn tới trạng thái rủi ro lớn hơn của nền kinh tế. Lý do cho điều này là vì việc tăng lãi suất khi mặt bằng lãi suất cao sẽ khiến cho nhiều doanh nghiệp rời bỏ sản xuất kinh doanh hơn so với việc tăng lãi suất khi mặt bằng thấp. Dựa trên nhận định này, bài viết cho rằng việc ổn định kinh tế vĩ mô phải dựa trên các giải pháp giúp giảm lãi suất thay vì kiềm chế lạm phát như hiện tại. Với những giả định hợp lý dựa trên cơ sở thận trọng, bài viết đánh giá chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ được thực hiện từ Q1/2011.

SẢN PHẨM

Sản phẩm này là kết quả nghiên cứu theo chủ đề của các cán bộ nghiên cứu TLS.

KHỐI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin The Investor Daily.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long (TLS) là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn

MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty CP Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cảnh nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty CP Chứng khoán Thăng Long.