

TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐỐI VỚI HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

TS. Nguyễn Thị Bích Loan, Ths. Bùi Đức Nhã

Trường Đại học Tôn Đức Thắng

Email: bichloannguyen@gmail.com

Chính sách tiền tệ (CSST) quốc gia có ảnh hưởng mạnh mẽ và trực tiếp đến hoạt động của thị trường tài chính quốc gia nói chung và thị trường chứng khoán (TTCK) nói riêng. Bài viết này nghiên cứu tác động của chính sách tiền tệ tới hoạt động của TTCK TP.HCM trong giai đoạn 2007-2012 thông qua việc phân tích mối quan hệ giữa các yếu tố của chính sách tiền tệ (cung tiền M2, lãi suất, tỷ lệ lạm phát) và chỉ số VN-Index.

Từ khóa: Chính sách tiền tệ, HOSE, VNINDEX, lạm phát, cung tiền

1. Giới thiệu

TTCK TP.HCM ra đời từ năm 2000 đến nay đã tạo thêm một kênh thu hút vốn cho nền kinh tế và đảm bảo tính thanh khoản cho các loại chứng khoán niêm yết. Sự phát triển của TTCK TP.HCM có thể chia ra làm 2 giai đoạn chính: giai đoạn từ năm 2000 đến 2006 được xem làm giai đoạn sơ khởi của thị trường và giai đoạn 2007 đến nay: sau khi Việt Nam gia nhập WTO và kinh tế thế giới bước vào giai đoạn khủng hoảng, suy thoái trầm trọng. Trong bài viết này, tác giả phân tích tác động của chính sách tiền tệ đến hoạt động của TTCK TP.HCM trong giai đoạn từ năm 2007 đến nay.

2. Cơ sở dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Các số liệu thứ cấp trong bài viết được lấy từ nguồn của Tổng cục thống kê (TCTK), Ngân hàng Nhà nước (NHNN), Quỹ tiền tệ thế giới (IMF)

Bài viết vận dụng và kết hợp các phương pháp: thống kê, phân tích, tổng hợp dữ liệu nhằm đánh giá tác động của chính sách tiền tệ đối với TTCK TP.HCM và rút ra một số bài học kinh nghiệm trong việc sử dụng các công cụ điều tiết thị trường.

3. Nội dung nghiên cứu:

3.1. Diễn biến tương quan giữa chính sách tiền tệ và hoạt động của TTCKVN giai đoạn 2007-2012

- Từ 01/2007 đến 1/2008: Đây là giai đoạn lãi suất huy động ít biến động nhất và cũng là thời kỳ lạm phát thấp, chỉ số VNINDEX ở mức cao nhất (1.170,7 điểm vào ngày 12/3/2007). Tuy nhiên, chính giai đoạn này cũng ẩn chứa mầm mống xuất hiện lạm phát, bởi để kích thích phát triển kinh tế NHNN đã đưa ra lượng cung tiền khá lớn.

- Từ 02/2008 đến 08/2008: NHNN đã tăng mạnh lãi suất cơ bản làm cho lãi suất huy động tăng mạnh theo từ 7,20%/năm lên 17,16%/năm (mức tăng gần 10%) chỉ trong thời gian 8 tháng. Chính việc tăng đột ngột này làm cho chỉ số VNINDEX giảm cực mạnh từ 1.041 điểm xuống 548 điểm (mức giảm 47,40%) và mức vốn hóa thị trường cũng giảm mạnh. Trong giai đoạn này, lạm phát cũng tăng mạnh.

- Từ 09/2008 đến 02/2009: NHNN thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ làm cho lãi suất huy động giảm mạnh từ 17,16% xuống 6,54% (mức giảm 10,62%) chỉ trong thời gian 6 tháng. Trong giai đoạn này, chỉ số VNINDEX giảm xuống thấp nhất và còn 246 điểm. Lạm phát trong giai đoạn này đã

Hình 1: Mối quan hệ giữa Lãi suất huy động, lạm phát và chỉ số VNINDEX



giảm nhưng nguyên nhân giảm là do tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ trước đó. Như vậy, độ trễ của chính sách tiền tệ khá lớn gần 6 tháng mới phát huy tác dụng. Tuy nhiên, những tháng cuối của giai đoạn này lại xuất hiện nguy cơ lạm phát tăng cao.

- Từ 03/2009 đến 02/2012: do xuất hiện nguy cơ lạm phát tăng cao những tháng cuối giai đoạn trước, nên giai đoạn này NHNN đã thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ bằng việc tăng lãi suất từ 6,54% lên 14% (mức tăng 7,06%). Chỉ số VNINDEX trong giai đoạn này có sự tăng trưởng tương đối từ 246 điểm lên 424 điểm (tăng 72,36%), tuy nhiên, đỉnh điểm cao nhất trong giai đoạn này vẫn không thể đạt tới mức 600 điểm.

- Từ 03/2012 đến nay: NHNN thực hiện chính

sách nới lỏng tiền tệ, làm cho lạm phát có xu hướng gia tăng vào những tháng cuối năm 2012. Tuy nhiên, chỉ số VNINDEX vẫn không thể hồi phục trở lại.

Thông qua việc chia ra các giai đoạn nhỏ nói trên và đồ thị hình 1 và 2, chúng ta có thể rút ra nhận xét sau đây:

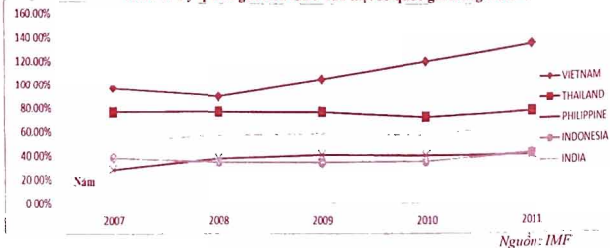
TTCK TP.HCM chịu tác động mạnh mẽ bởi chính sách tiền tệ của NHNN, cụ thể là: Có sự đồng điệu giữa mức tăng cung tiền và chỉ số VNINDEX, tức là khi mức cung tiền tăng thì chỉ số VNINDEX tăng và ngược lại; Chỉ số VNINDEX có thể giảm mạnh trong thời gian rất ngắn nhưng rất khó để thực hiện những chính sách vĩ mô để tăng trưởng trở lại như cũ.

Hình 2: Sự đồng điệu giữa mức tăng cung tiền M2 và chỉ số VNINDEX



Nguồn: IMF

Hình 3: Tỷ lệ tiền gửi trên GDP của một số quốc gia Đông Nam Á



Kiểm chế lạm phát là mục tiêu hàng đầu của NHNN nhưng phải kết hợp với chính sách tài khóa, không nên thực hiện quá mạnh thông qua chính sách tiền tệ. Bởi việc chỉ sử dụng chính sách tiền tệ nhằm kiểm chế lạm phát như trong thời gian qua đã tác động mạnh mẽ và trực tiếp đến hoạt động của TTCK và rất khó để có thể khôi phục lại tốc độ tăng trưởng như cũ.

3.2. Phân tích diễn biến của dòng vốn đầu tư do tác động của chính sách tiền tệ

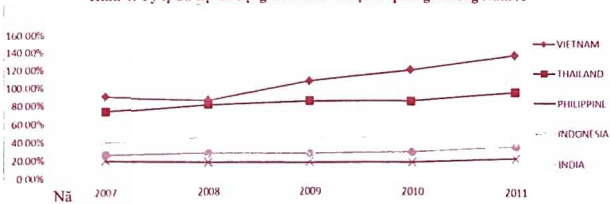
Chính sách tiền tệ trong giai đoạn 2007-2012 cũng là một trong những nguyên nhân làm cho dòng vốn đầu tư không đổ vào TTCK, chúng ta có thể thấy rõ qua hình 3 và 4.

Trong giai đoạn cuối năm 2006, đầu năm 2007, TTCK TP.HCM phát triển mạnh, nguyên nhân do lãi suất thấp, các nhà đầu tư trên TTCK tận dụng tối đa việc sử dụng công cụ đòn bẩy tài chính thông qua

việc vay nợ từ các ngân hàng thương mại. Đầu năm 2008, lãi suất tăng nhanh và mạnh làm cho các nhà đầu tư lo sợ, bán tháo chứng khoán trả nợ làm cho chỉ số VNINDEX giảm mạnh. Song song đó, ngày 01/02/2008, NHNN đã cho ra quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN đưa ra quy định về hệ số rủi ro và giới hạn cho vay đối với việc cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư, kinh doanh chứng khoán. Để thực hiện đúng với quyết định này, các NHTM hạn chế cho vay và thu hồi nhanh các khoản cho vay đã vượt hạn mức. Chính hai quy định này đã góp phần lớn làm cho TTCK TP.HCM lao dốc mạnh. Mặt khác, phần lớn các nhà đầu tư ở Việt Nam thiếu kinh nghiệm nên việc tăng lãi suất và hạn chế cho vay đã làm họ hoang mang, lo sợ và thực hiện việc cắt lỗ nhanh.

Sau khi NHNN tăng lãi suất huy động, phần lớn các nhà đầu tư sợ rủi ro đã sử dụng tiền nhân rồi

Hình 4: Tỷ lệ dư nợ tín dụng trên GDP ở một số quốc gia Đông Nam Á



Nguồn: IMF

không đầu tư chứng khoán mà chuyển sang gửi tiền tại các ngân hàng thương mại, làm cho tỷ lệ tiền gửi tăng lên. Đồ thị hình 3 cho thấy tỷ lệ tiền gửi tại các NHTM trên GDP tăng mạnh từ năm 2008 đến năm 2011. So với các quốc gia ở khu vực Đông Á, tỷ tiền gửi tại các NHTM trên GDP ở Việt Nam cao nhất, điều này chứng tỏ các kênh đầu tư ở Việt Nam kém hiệu quả hoặc rủi ro cao và gửi tiền vào ngân hàng là kênh đầu tư an toàn và sinh lời cao.

Cùng thời gian này, tuy TTCK suy giảm mạnh nhưng thị trường bất động sản vẫn còn được đánh giá là tiềm năng, một số nhà đầu tư đổ tiền đầu tư vào các căn hộ chung cư cao cấp, đó cũng là một yếu tố thúc đẩy các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản tập trung vào phân khúc thị trường này. Khi huy động được một lượng vốn khá lớn từ việc gửi tiền tiết kiệm của các thành phần kinh tế, các ngân hàng thương mại đã giải ngân vào các dự án bất động sản lớn thông qua các công ty con (được gọi là sân sau của các ông chủ ngân hàng lớn). Kết quả là dư nợ tín dụng tăng mạnh (xem hình 4 và

bảng 1). Chính điều này đã làm cho TTCK không tiếp tục phát triển như giai đoạn trước do các nhà đầu tư đã chuyển mạnh sang kênh đầu tư bất động sản. Tháng 10/2010, thông tư số 13/2010/TT-NHNN quy định về hệ số rủi ro và giới hạn cho vay kinh doanh chứng khoán và bất động sản. Từ đó, các nhà đầu tư bất động sản tháo chạy khỏi thị trường do sử dụng đòn bẩy tài chính. Hậu quả tất nhiên của quá trình này chúng ta đã thấy: hiện nay các doanh nghiệp bất động sản ngập trong nợ nần, đứng trên bờ vực phá sản bởi không thể tiêu thụ được lượng hàng tồn khổng lồ. Các Ngân hàng thương mại thì gánh chịu các với món nợ xấu khổng lồ phát sinh từ hoạt động cho vay kinh doanh bất động sản. Thống kê sơ bộ của hơn 60 doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội và TPHCM, hiện lượng hàng tồn trị giá hơn 84.000 tỷ đồng, chiếm tới xấp xỉ 46% tổng tài sản của các doanh nghiệp này.¹

Một đặc điểm chung của các nhà đầu tư Việt Nam mà nhiều nghiên cứu trong nước đã thực hiện, đó là tính bầy đàn: khi thấy một thị trường nào đó phát

Bảng 1: Tình hình dư nợ cho vay bất động sản và tỷ lệ nợ xấu của các NHTM trên địa bàn Tp. Hồ Chí Minh

Đơn vị tính: tỷ đồng

Các khoản vay	2006	2007	2008	2009	2011	06/2011
Xây dựng KCN-KCX	5.854	1.891	1.524	1.661	2.185	2.467
Xây dựng khu đô thị		5.103	6.029	6.048	11.517	10.267
Xây dựng cao ốc văn phòng cho thuê	2.848	5.350	6.654	8.839	9.454	12.429
Xây dựng, sửa chữa, mua nhà để ở	9.263	24.141	18.848	23.853	21.431	17.345
Xây dựng, sửa chữa, mua nhà để bán	3.688	5.750	9.855	7.564	8.469	12.057
Mua quyền sử dụng đất		6.135	5.906	4.687	6.058	6.450
Dầu tư kinh doanh bất động sản khác	3.896	12.851	14.248	25.638	39.142	29.736
Tổng dư nợ	25.549	61.221	63.064	78.290	98.256	90.751
Tỷ lệ nợ xấu bất động sản so với dư nợ cho vay bất động sản	1,73%	0,94%	9,42%	1,92%	1,72%	4,08%

Nguồn: Ngân hàng Nhà Nước – Chi nhánh Tp.HCM

thiền thì đồ dần hết tiền vào đó, và khi thấy sụt giảm thì ồ ạt rút ra, không có chiến lược đầu tư dài hạn và phân tán rủi ro. Sự chuyển dịch đầu tư theo tính chất bầy đàn này sẽ đẩy nhanh quá trình sụp đổ của thị trường, gây hệ lụy chung cho nền kinh tế và ảnh hưởng mạnh đến đời sống của các tầng lớp dân cư.

3.3. Bài học kinh nghiệm

Trong chính sách tiền tệ, việc điều hành lãi suất cơ bản nên có cái nhìn dài hạn, không nên vì mục tiêu trước mắt mà thay đổi lãi suất đột ngột với biên độ dao động lớn, điều này sẽ ảnh hưởng đến rất nhiều chỉ tiêu kinh tế khác mà sau đó khó có thể phục hồi lại được.

Chiến lược phát triển các ngành, lĩnh vực của nền kinh tế, các kênh đầu tư, huy động vốn cần được chính phủ công khai thông tin, khuyến cáo, định hướng cho công chúng đầu tư (qua nhiều kênh truyền thông khác nhau, thông tin phải đầy đủ, độ tin cậy cao) để các nhà đầu tư (kể cả cá nhân lẫn tổ chức) có thể xác định được chiến lược đầu tư dài hạn của mình phù hợp với định hướng chung của quốc gia. Tính chuyên nghiệp trong đầu tư tăng lên, tính bầy đàn giảm xuống sẽ góp phần thúc đẩy thị trường tài chính phát triển, ổn định nền kinh tế, đạt được các mục tiêu chung.

1. Hội thảo “Giải pháp và cơ hội tiếp cận tín dụng cho thị trường bất động sản” do Bộ Xây dựng tổ chức ngày 12-9-2012 tại Hà Nội.

Tài liệu tham khảo:

1. Tổng cục thống kê (2010), Niên giám thống kê (2011).
2. Các website: Tổng cục thống kê www.gso.gov.vn, Ngân hàng Nhà nước www.sbv.gov.vn, Quỹ tiền tệ thế giới www.imf.org, Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM (HOSE) www.hsx.vn,
3. Trần Thị Hải Lý (2010), “*Nghiên cứu rủi ro và tỷ suất sinh lời trên thị trường chứng khoán Việt Nam*” Luận án tiến sỹ.
4. Tô Trung Thành, Nguyễn Trí Dũng (2012), “*Báo cáo kinh tế vĩ mô 2012: Từ bất ổn vĩ mô đến con đường tái cơ cấu*”, NXB Tri Thức.
5. Nghị quyết đại hội đại biểu Đảng bộ TP.HCM lần thứ IX.
6. Ký yếu Hội thảo “*Giai pháp và cơ hội tiếp cận tín dụng cho thị trường bất động sản*” do Bộ Xây dựng tổ chức ngày 12-9-2012 tại Hà Nội.
7. Ngân hàng Nhà nước (2008), Thông tư số 13/2010/TT-NHNN Quy định về các tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng.
8. Ngân hàng Nhà nước (2008), Quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN về việc cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư và kinh doanh chứng khoán.

Chính phủ nên có chính sách đánh thuế mạnh vào các nhà đầu cơ: đánh thuế cao đối với những nhà đầu tư bất động sản có thời gian giữ bất động sản ngắn và nắm nhiều bất động sản thành phẩm nhưng không đưa vào sử dụng.

4. Kết luận

Đề TTCK phát triển mạnh và ổn định, không thể chỉ trông đợi vào việc sử dụng các công cụ của chính sách tiền tệ, mà phải tập trung phát triển kinh tế. Thành phố HCM cần thực hiện tốt Nghị quyết đại hội đại biểu Đảng bộ TP.HCM lần thứ IX, cụ thể là:

“Khai thác tốt nhất tiềm năng, lợi thế, tiếp tục đẩy mạnh chuyển dịch cơ cấu kinh tế theo hướng nâng cao chất lượng, hiệu quả và sức cạnh tranh; Chủ động tái cấu trúc kinh tế thành phố, chuyển đổi mô hình tăng trưởng kinh tế từ phát triển theo chiều rộng sang phát triển theo chiều sâu, từ chủ yếu phát triển dựa vào tăng vốn đầu tư, sử dụng nhiều lao động giản đơn sang phát triển dựa trên yếu tố năng suất tổng hợp, tiến bộ khoa học - công nghệ, nguồn nhân lực chất lượng cao”. Chỉ có dựa trên nền tảng kinh tế vững mạnh thì mới có thể phát triển TTCK, không thể có một TTCK hoạt động hiệu quả khi mà nền kinh tế nói chung và các doanh nghiệp niêm yết nói riêng làm ăn kém hiệu quả. □