

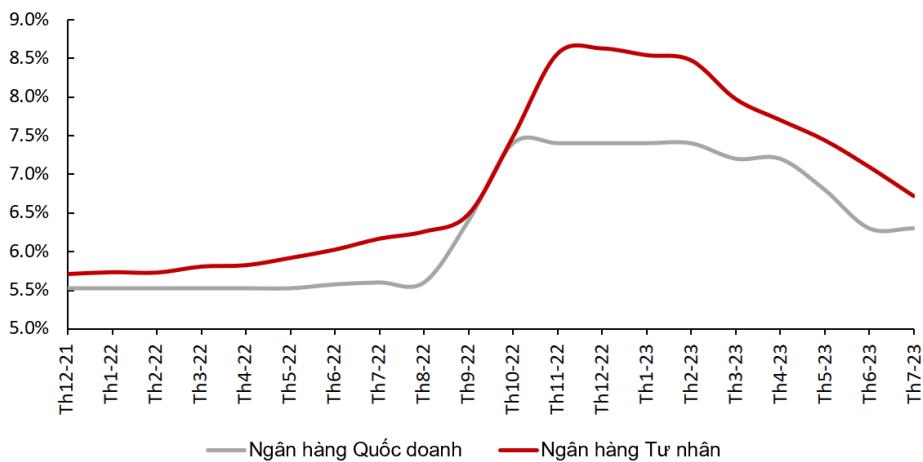
Michael Kokalari, CFA

Giám đốc phòng Phân tích kinh tế vĩ mô và Nghiên cứu thị trường

CẮT GIẢM LÃI SUẤT ĐIỀU HÀNH THÚC ĐẨY THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM TĂNG TRƯỞNG

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam đã cắt giảm lãi suất điều hành bốn lần trong năm nay, giảm 150 điểm cơ bản xuống còn 4,5% (đối với lãi suất tái cấp vốn), trái ngược với Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã tăng lãi suất bốn lần trong năm 2023, tăng 100 điểm cơ bản lên 5,5%. NHNN đã cắt giảm lãi suất và thực hiện các biện pháp khác nhằm thúc đẩy tăng trưởng GDP của Việt Nam sau khi tăng trưởng GDP giảm từ 6,4% so với cùng kỳ năm ngoái trong nửa đầu năm 2022 xuống còn 3,7% trong nửa đầu năm 2023. Việc cắt lãi suất điều hành của NHNN thúc đẩy các ngân hàng thương mại (NHTM) giảm lãi suất huy động và lãi suất cho vay (lãi suất huy động đã giảm khoảng 150 điểm cơ bản kể từ đầu năm đến nay), góp phần cho chỉ số VN-Index tăng hơn 20% kể từ đầu năm tính đến ngày 8 tháng 8 năm 2023.

Trung Bình Lãi Suất Tiền Gửi Kỳ Hạn 12 Tháng



Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi mạnh mẽ về tăng trưởng GDP và tăng trưởng lợi nhuận vào năm sau sẽ đẩy giá cổ phiếu tăng cao hơn, mặc dù chúng tôi không kỳ vọng việc nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN sẽ hỗ trợ nhiều cho tăng trưởng GDP năm 2023, vì các ngân hàng hiện đang thận trọng trong việc cho vay (điều này sẽ được thảo luận kỹ hơn ở phần sau của báo cáo) và vì lãi suất cao không phải là nguyên nhân chính gây ra sự trì trệ cho nền kinh tế Việt Nam trong năm nay.

Kinh tế Việt Nam tăng trưởng chậm lại trong năm 2023 chủ yếu do sự sụt giảm nhu cầu đối với các sản phẩm "Made in Vietnam", điều này tác động mạnh mẽ đến hoạt động sản xuất (sản xuất chậm lại ảnh hưởng phần lớn đến mức giảm gần 3 điểm % tăng trưởng GDP trong nửa đầu năm nay như đã đề cập ở trên).Thêm vào đó, chúng tôi ước tính rằng tiêu dùng hộ gia đình tại Việt Nam hiện chỉ đang tăng với tốc độ khoảng 2-3%. Nếu loại bỏ yếu tố về lạm phát, tiêu dùng hộ gia đình tại Việt Nam thường tăng với tốc độ 8-9%, nhưng lo ngại của người tiêu dùng về thị trường bất động sản "đóng băng" tại Việt Nam (đã được chúng tôi đã thảo luận trong [báo cáo này](#)) và các vấn đề khác đã làm giảm tốc độ tăng trưởng tiêu dùng trong thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, nếu xét tổng thể, tăng trưởng tiêu dùng tại Việt Nam vẫn đang được hỗ trợ bởi lượng khách du lịch nước ngoài quay trở lại, đạt gần 70% so với mức trước đại dịch COVID-19.

Giá Cổ Phiếu Được Hỗ Trợ bởi Lãi Suất Giảm

NHNN đã tăng lãi suất điều hành hai lần vào cuối năm ngoái thêm 200 điểm cơ bản nhằm hỗ trợ giá trị của VND. Chúng tôi muốn nhấn mạnh rằng, trong cùng kỳ, FED đã tăng mạnh lãi suất để kiềm chế lạm phát tại Mỹ, dẫn đến chỉ số USD/XYD tăng gần 20% vào cuối năm 2022. Trái lại, lạm phát trung bình tại Việt Nam đạt 3% năm ngoái, vì vậy mục đích của việc NHNN tăng lãi suất là nhằm giữ ổn định tỷ giá USD-VND.

Những lần tăng lãi suất của NHNN đã làm các NHTM nâng lãi suất huy động kỳ hạn 6-12 tháng lên tới 250 điểm cơ bản trong năm 2022, đáng tiếc là điều này lại diễn ra trong cùng thời điểm lãi suất huy động đã tăng cao do một số vấn đề trong thị trường trái phiếu doanh nghiệp và ngành ngân hàng tại Việt Nam (đã được thảo luận trong [báo cáo này](#)) và do tình trạng thắt chặt thanh khoản trong hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng tại Việt Nam đã vượt tăng trưởng tiền gửi huy động trung bình khoảng 3 điểm % mỗi năm trong giai đoạn 2020-2022, đẩy tỷ lệ Dư nợ tín dụng / Vốn huy động của hầu hết các ngân hàng lên mức cao đáng ngại – và điều này đã buộc các ngân hàng trả lãi suất cao hơn để thu hút tiền gửi.

Một trong những lý do khiến VN-Index giảm 33% trong năm 2022 (hoặc 35% tính theo USD) là do lãi suất tiền gửi ngân hàng hấp dẫn đã thúc đẩy nhiều nhà đầu tư bán cổ phiếu và gửi tiền vào ngân hàng. Vào cuối năm 2022, nhà đầu tư có thể nhận lãi suất lên đến hai chữ số khi gửi tiền với kỳ hạn 1 năm tại các ngân hàng uy tín, tuy nhiên nhiều người đã chọn gửi tiền kỳ hạn 6 tháng với lãi suất thấp hơn một chút. Một trong những lý do khiến VN-Index tăng hơn 20% từ đầu năm đến nay là các khoản tiền gửi với kỳ hạn 6 tháng đó đã đến thời gian đáo hạn và lãi suất đã giảm xuống – điều này đang thu hút các nhà đầu tư rót tiền vào thị trường chứng khoán.

Cuối cùng, chúng tôi đã đề cập đến tăng trưởng GDP chậm của Việt Nam trong nửa đầu năm 2023 ở trên. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm nhờ vào các chính sách

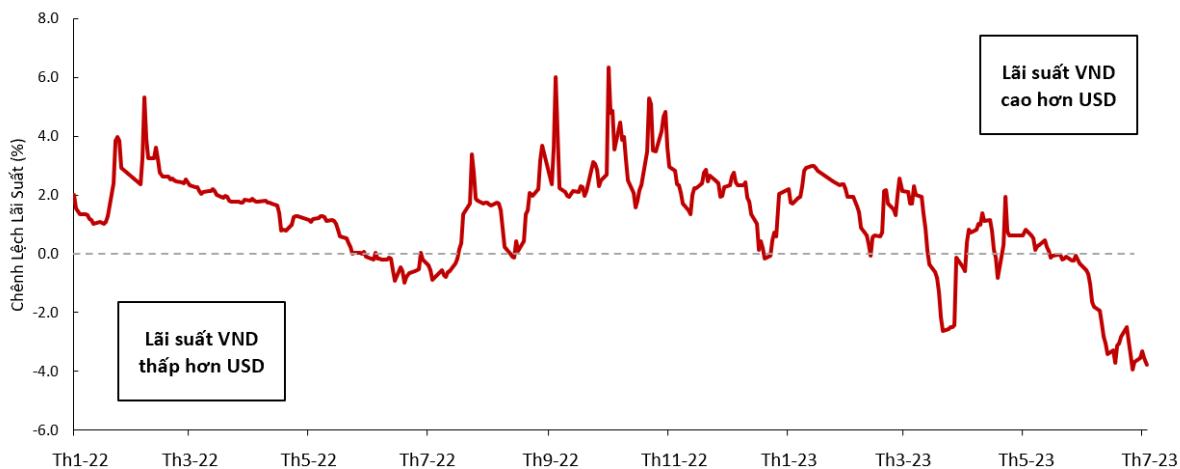
thúc đẩy tăng trưởng từ phía Chính phủ, bao gồm việc cắt giảm lãi suất và vì kinh tế của Việt Nam đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất do hoạt động sản xuất và xuất khẩu đã vượt qua giai đoạn sụt giảm (điều này sẽ là chủ đề cho Báo cáo Phân tích tiếp theo của VinaCapital). Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam sẽ tăng vọt, từ 6% so với cùng kỳ năm ngoái trong năm 2023, lên hơn 20% vào năm 2024. Do đó, sự phục hồi hiện tại của VN-Index – ban đầu được thúc đẩy bởi lãi suất thấp – sẽ tiếp tục được duy trì nhờ vào tăng trưởng lợi nhuận cao hơn trong năm sau.

Thăng Dư Thương Mai Giúp Việt Nam Cắt Giảm Lãi Suất

Năm 2022, FED tăng lãi suất thêm 425 điểm cơ bản, thúc đẩy NHNN tăng lãi suất điều hành tại Việt Nam lên 200 điểm cơ bản để bảo vệ tỷ giá USD-VND. Vào thời điểm đó, NHNN nhắm đến việc duy trì lãi suất VND liên ngân hàng ngắn hạn cao hơn khoảng 200 điểm cơ bản so với lãi suất USD liên ngân hàng ngắn hạn và chiến lược này đã thành công - được chứng minh bởi việc VND chỉ mất giá hơn 3% trong năm ngoái, so với mức mất giá từ 4-9% của các đồng tiền thuộc những nền kinh tế mới nổi trong khu vực.

Năm nay, Chính phủ Việt Nam đã chuyển hướng tập trung sang ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng kinh tế do GDP nửa đầu năm chỉ đạt mức tăng trưởng khiêm tốn. Do đó, Việt Nam đã trở thành một trong những quốc gia đầu tiên trên thế giới cắt giảm lãi suất điều hành trong năm nay. Hơn nữa, NHNN cắt giảm lãi suất mặc dù FED vẫn đang tăng lãi suất - và có thể tiếp tục tăng một lần nữa vào tháng 9 - do đó lãi suất VND liên ngân hàng ngắn hạn đang thấp hơn khoảng 400 điểm cơ bản so với lãi suất USD liên ngân hàng ngắn hạn - một khoảng chênh lệch kỷ lục, như có thể thấy trong biểu đồ dưới đây:

Lãi Suất VND so với USD*



*Chênh lệch giữa lãi suất VND liên ngân hàng ngắn hạn và lãi suất USD liên ngân hàng ngắn hạn

Bất chấp sự chênh lệch lớn giữa lãi suất VND và lãi suất USD liên ngân hàng ngắn hạn tại Việt Nam, giá trị của VND đã giảm chưa đến 1% tính từ đầu năm đến thời điểm hiện tại bởi vì giá trị của VND đang được hỗ trợ bởi thặng dư thương mại đang tăng mạnh của Việt Nam, từ 0% GDP trong 7 tháng đầu năm 2022, lên tới 6% GDP trong 7 tháng đầu năm 2023. Thặng dư thương mại cao, kết hợp với dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vượt trên 4% GDP trong 7 tháng đầu năm 2023 đã giúp duy trì giá trị của VND - cho phép NHNN cắt giảm lãi suất VND trong khi duy trì ổn định tỷ giá USD-VND.

Tác Động Của Lãi Suất Thấp Đến Thị Trường Cổ Phiếu và Thị Trường Bất Động Sản

Như đã đề cập ở trên, VN-Index đã tăng hơn 20% tính từ đầu năm nay, một phần là do nhà đầu tư đã rút tiền từ ngân hàng để đầu tư vào thị trường chứng khoán khi các khoản tiền gửi kỳ hạn 6 tháng đến thời điểm đáo hạn và vì thị trường đã bị bán tháo vào năm ngoái. Sự phục hồi của VN-Index do giá cổ phiếu ngân hàng và bất động sản tăng gần 30% tính từ đầu năm đến thời điểm hiện tại bởi tỷ trọng lớn của hai ngành này trong chỉ số VN-Index (ngân hàng chiếm 35% và bất động sản chiếm 18%). Tăng trưởng giá cổ phiếu ở hai ngành này đã đóng góp hơn 2/3 tăng trưởng của VN-Index tính từ đầu năm nay.

Sự cải thiện tâm lý thị trường đối với giá cổ phiếu ngân hàng đến từ việc nhà đầu tư bớt lo ngại về chất lượng tài sản và kỳ vọng vào tăng trưởng tín dụng cao hơn trong nửa cuối năm nay do lãi suất thấp hơn. Tuy nhiên, cần chú ý lãi suất cho vay giảm không đồng đều giữa các ngân hàng, phần lớn do tình trạng thắt chặt thanh khoản đã được đề cập ở trên - vấn đề đặc biệt nghiêm trọng ở một số ngân hàng với quy mô nhỏ hơn.

Lãi suất thấp đã cải thiện tâm lý của nhà đầu tư đối với thị trường bất động sản khi các hoạt động giao dịch đang có dấu hiệu bắt đầu phục hồi trở lại, một phần là do lãi suất vay mua nhà đã giảm hơn 50 điểm cơ bản tại nhiều ngân hàng trong tháng qua. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất vay mua nhà sẽ giảm thêm 50-100 điểm cơ bản trong 6-12 tháng tới và đáng chú ý là tâm lý cải thiện đối với thị trường bất động sản đã tác động tích cực đến tâm lý đối với cổ phiếu bất động sản lớn và tâm lý của nhà đầu tư đối với các công ty hưởng lợi từ hoạt động phát triển bất động sản (chẳng hạn như cổ phiếu các công ty xây dựng, các công ty thép, v.v.).

Kết luận

Sự hồi phục mạnh mẽ hơn 20% của VN-Index tính từ đầu năm nay phần lớn được thúc đẩy bởi việc NHNN cắt giảm lãi suất tiền gửi ngân hàng khoảng 150 điểm cơ bản. Các khoản tiền gửi kỳ hạn 6 tháng đã đến thời điểm đáo hạn và nhà đầu tư đem khoản tiền đó để đầu tư vào thị trường chứng khoán. Lãi suất thấp còn giúp cải thiện tâm lý thị trường và hoạt động giao dịch trong thị trường bất động sản và đồng thời tạo ra kỳ vọng về tăng trưởng tín dụng cao hơn trong nửa cuối năm 2023.

Lãi suất tại Việt Nam đã hạ nhiệt nhờ vào việc cắt giảm lãi suất điều hành mạnh mẽ từ NHNN, trong lúc Mỹ và EU vẫn đang tăng lãi suất, vì vậy sự chênh lệch (đang dần mở rộng) giữa lãi suất tại Việt Nam và lãi suất tại Mỹ đã tạo áp lực giảm lên tỷ giá USD-VND, tuy nhiên áp lực mất giá này đã giảm bớt nhờ vào sự cải thiện đáng kể trong thặng dư thương mại của Việt Nam từ 0% GDP trong năm 2022 lên 6% trong năm 2023.

Cuối cùng, VinaCapital kỳ vọng sự tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2024, điều này có nghĩa là đà phục hồi của VN-Index – hiện được thúc đẩy bởi lãi suất thấp trong năm 2023 – sẽ tiếp tục được duy trì bởi lợi nhuận cao hơn trong năm 2024 và bởi mức định giá hấp dẫn hiện tại của thị trường. Tỷ lệ P/E của VN-Index năm 2023 hiện đang thấp hơn 30% so với trung bình 5 năm qua và thấp hơn 10% so với định giá P/E của các thị trường trong khu vực.

Tuyên bố từ chối trách nhiệm

© 2023 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã đăng ký Bản quyền. Báo cáo này đã được chuẩn bị và đang được VCFM hoặc một trong các chi nhánh của VCFM phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không tuyên bố về tính chính xác của thông tin đó. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày xuất bản. Chúng không phản ánh rõ ràng ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi hoặc theo bất kỳ cách nào để sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dự báo hoặc ước tính nào trong báo cáo thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Thông tin cũng như bất kỳ ý kiến nào được thể hiện trong báo cáo này đều không phải là lời đề nghị hoặc lời mời đưa ra để nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền chọn, hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ chứng khoán nào. Nó cũng không nên được hiểu là một quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành chung và chỉ cung cấp thông tin chung. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể lên xuống. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra các quyết định tài chính của riêng mình dựa trên các cổ văn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của họ. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản của VCFM. Vui lòng trích dẫn nguồn khi trích dẫn.