

Ông Michael Kokalari, CFA

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

HƯỚNG ĐẾN NĂM 2024

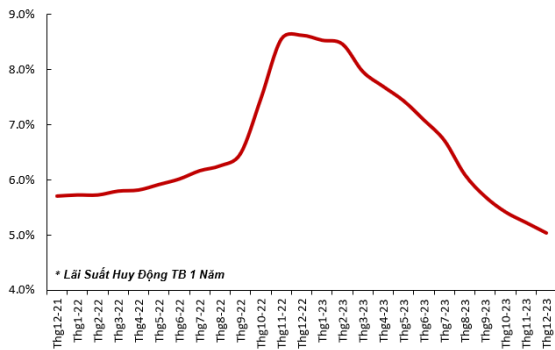
Sau một năm 2023 đầy thử thách, các dấu hiệu đều cho thấy năm 2024 sẽ là một năm mạnh mẽ hơn của nền kinh tế Việt Nam, được thúc đẩy bởi sự hồi phục của ngành sản xuất và cải thiện tâm lý người tiêu dùng. Mặt bằng lãi suất đã giảm trong năm 2023 cũng sẽ hỗ trợ cho thị trường bất động sản phục hồi, giống như đã hỗ trợ cho thị trường chứng khoán trong năm ngoái. Đây là những dự báo của chúng tôi cho năm 2024:

- **Tăng trưởng GDP sẽ cao hơn** mức 5,1% hồi năm ngoái, lên mức 6-6,5% trong năm nay nhờ hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi (từ mức giảm 4% năm 2023 lên mức tăng 7% năm 2024). Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm “Made in Vietnam” – đặc biệt là hàng điện tử tiêu dùng - ở các thị trường Mỹ/Âu dần phục hồi và có thể tăng trong năm 2024.
- **Nhu cầu tiêu dùng trong nước sẽ phục hồi.** Nhu cầu tiêu dùng của người Việt (không bao gồm khách du lịch) gần như không tăng trưởng trong năm qua, một phần bởi tác động từ làn sóng cắt giảm nhân sự ở ngành công nghiệp sản xuất và sự đình trệ của thị trường bất động sản. Nhu cầu tiêu dùng đã bắt đầu hồi phục từ cuối năm 2023 khi nhiều nhà máy bắt đầu tuyển dụng trở lại, và Chính phủ có các động thái hỗ trợ cho thị trường bất động sản.
- **Chỉ số VN-Index (VNI) sẽ tăng trưởng từ 10-15%,** được hỗ trợ bởi mức tăng 18% của nhóm cổ phiếu Ngân hàng (chiếm 37% của VNI) và mức tăng 32% của nhóm cổ phiếu Hàng tiêu dùng (chiếm 14% của VNI), thể hiện kỳ vọng của chúng tôi về mức tăng trưởng cao hơn của nhu cầu tiêu thụ trong nước và tín dụng trong năm nay.

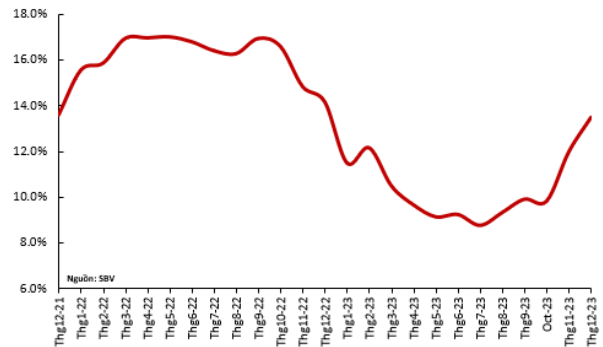
Liên quan đến điểm thứ ba, chỉ số VNI đã kết thúc năm 2023 tăng 12% (tăng 9% nếu tính theo USD) sau khi đã tăng đến 24% từ tháng 1 đến đầu tháng 9, trước khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) áp dụng các biện pháp thắt chặt tiền tệ để điều hòa tỷ giá USD-VND và tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu. Năm nay, dự báo tỷ giá sẽ được giữ ổn định bởi áp lực lên tiền Đồng của Việt Nam đã giảm so với giai đoạn 2022-2023.

Tỷ giá USD-VND ổn định đồng nghĩa rằng mặt bằng lãi suất của Việt Nam cũng sẽ ổn định, bởi vì việc tăng-giảm lãi suất tiền Đồng trong giai đoạn 2022-2023 đều liên quan đến vấn đề tỷ giá USD-VND. Mặt bằng lãi suất thấp và biến động lãi suất thấp sẽ hỗ trợ kinh tế Việt Nam tăng trưởng thông qua tăng trưởng tín dụng, bởi doanh nghiệp, người mua nhà, và người tiêu dùng sẽ dễ dàng tiếp cận các khoản vay lãi suất tốt hơn.

Lãi suất sụt giảm*



Tăng trưởng tín dụng cao hơn (svck)



Cuối cùng, vị thế địa chính trị của Việt Nam trên bản đồ thế giới, cộng với những lợi thế hấp dẫn của Việt Nam trong mắt nhà đầu tư nước ngoài đã thúc đẩy tăng trưởng GDP đăng ký đến 32% lên mức 37 tỷ USD (tương đương 9% GDP), bất chấp những lo ngại về việc áp dụng chế độ Thuế Tối thiểu Toàn cầu (Global Minimum Tax – GMT), sẽ được phân tích bên dưới. Việt Nam cũng là quốc gia duy nhất mà cả Tổng thống Mỹ Joe Biden lẫn Chủ tịch Trung Quốc Tập Cận Bình đều đến thăm trong năm 2023, khiến tạp chí Wall Street Journal phải đăng bài viết tựa đề “Vì sao ai cũng muốn kết bạn với Việt Nam”.

Tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ cao hơn trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP Việt Nam sẽ tăng lên mức 6,5% năm 2024 vì các lý do sau:

- 1) Hoạt động xuất khẩu sẽ tăng tương cao hơn từ mức dưới 4% năm 2023 lên mức 8-9% năm 2024, vẫn thấp hơn mức tăng trước COVID do nền kinh tế Mỹ/toàn cầu suy yếu (hầu hết sản phẩm sản xuất tại Việt Nam đều dành cho xuất khẩu – đặc biệt là đến thị trường Mỹ).
- 2) Mất bằng lãi suất tại Việt Nam sẽ thấp hơn và ít biến động hơn giai đoạn hai năm vừa qua, sẽ hỗ trợ nền kinh tế phát triển theo nhiều cách – bao gồm thúc đẩy tiêu dùng và tăng trưởng tín dụng.
- 3) Nhu cầu tiêu dùng tại Việt Nam sẽ tăng trưởng, với sự hỗ trợ của #1 và #2 ở trên, dù doanh thu bán lẻ thực (loại trừ yếu tố lạm phát) của Việt Nam sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2024, và gần như sẽ chỉ tăng vào cuối năm.

Liên quan đến vấn đề nhu cầu tiêu dùng, tăng trưởng GDP của Việt Nam đã giảm từ mức 8% ở giai đoạn bùng nổ sau COVID năm 2022 xuống còn 5,1% năm 2023, và mức giảm này gần như tương ứng với sự suy giảm của ngành sản xuất/chế tạo công nghiệp và ngành dịch vụ/tiêu dùng trong nước. Tuy nhiên, VinaCapital kỳ vọng hoạt động sản xuất sẽ phục hồi tốt trong năm nay. Nhu cầu tiêu dùng sẽ không tăng mạnh trong năm 2024, bởi vì làn sóng du khách nước ngoài đến Việt Nam đã thúc đẩy tiêu dùng trong năm ngoái, và sẽ khó lặp lại trong năm nay.

Số lượng du khách nước ngoài đến Việt Nam không bao gồm khách Trung Quốc (vốn chiếm 1/3 tổng lượng khách đến Việt Nam) đã trở lại mức trước COVID. Có khả năng khách du lịch Trung

Quốc sẽ tăng trở lại trong năm 2024 (đã đạt mức 30% giai đoạn trước COVID vào năm ngoái), nhưng nhu cầu tiêu dùng tại Trung Quốc đang thấp giống như giai đoạn cách ly xã hội thời COVID, do nước này đang phải xử lý nhiều vấn đề mang tính hệ thống.

Dự báo cho năm 2024

	2023	2024F	TB Trước COVID-19*
GDP	5.1%	6.0 - 6.5%	7.0%
Tổng Mức Bán Lẻ HH Thực Tế	7.1%	7.5%	9.0%
Sản Xuất	3.6%	8.0%	12.0%
Tăng Trưởng XK	-4.4%	+7.0%	12.0%
Sự Mất Giá của VND	2.7%	0.0%	1.6%

Nguồn: GSO, Bloomberg, VinaCapital

** TB trong giai đoạn 2015-19*

Rủi ro lớn nhất trong dự báo khá tích cực của chúng tôi là viễn cảnh nền kinh tế Mỹ rơi vào khủng hoảng – sẽ khiến nhu cầu tiêu thụ sản phẩm “Made in Vietnam” suy giảm. Giá trị của USD sẽ tăng trong tình huống này (như mọi khi) do xu hướng nắm giữ USD, và điều này sẽ hạn chế khả năng Việt Nam cắt giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế.

Tuy nhiên, Việt Nam hoàn toàn có thể ứng phó với tình huống nêu trên bằng các giải pháp kích thích tài khóa - bao gồm gia tăng đầu tư công. Đầu năm 2023, Chính phủ đã đưa ra định hướng gia tăng đầu tư công 50% lên mức 30 tỷ USD – 7% GDP năm 2023 (từ mức 4% GDP năm 2022). Nhiều khả năng đây là bước đi để hỗ trợ cho nền kinh tế trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ sản phẩm “Made in Vietnam” đã bị ảnh hưởng bởi nhu cầu tiêu dùng suy giảm trên toàn cầu.

Một số chỉ báo sớm cho thấy mức chi cho đầu tư công đã tăng lên khoảng 25 tỷ USD (hoặc 6% GDP năm 2023) trong năm qua, và Chính phủ dự kiến sẽ thực hiện mức tương tự (25 tỷ USD) trong năm nay. Quan trọng hơn, sự thận trọng của Chính phủ trong quá khứ cho phép Việt Nam tăng mạnh đầu tư công nếu cần thiết. Kho bạc Nhà nước Việt Nam có hơn 30 tỷ USD vốn chưa giải ngân được giữ trong các ngân hàng trong nước¹ – hầu hết dành cho các dự án cơ sở hạ tầng trong những năm qua nhưng chưa được giải ngân. Tỷ lệ nợ trên GDP của Việt Nam cũng là dưới 40%, rất thấp nếu so với phần lớn các quốc gia đang phát triển và đã phát triển trên thế giới.

¹ Bao gồm các khoản gửi tại các ngân hàng thương mại và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV)

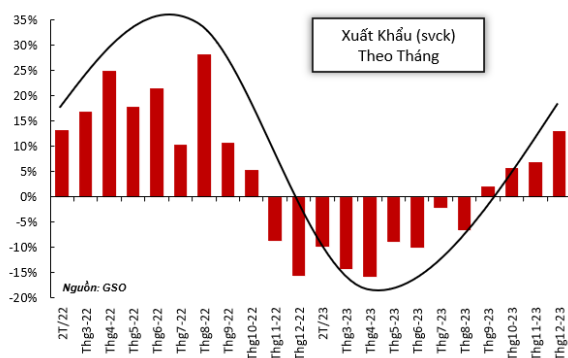
Cuối cùng, Chính phủ đã thực hiện một số biện pháp nhỏ để kích thích kinh tế năm ngoái, bao gồm việc cắt giảm thuế VAT từ 10% còn 8% và cắt giảm thuế môi trường trên sản phẩm xăng dầu – hai biện pháp có giá trị tương đương 0,5% GDP. Kế hoạch tăng lương tối thiểu cho công chức, viên chức nhà nước năm nay sẽ có giá trị khoảng 1% GDP để kích cầu kinh tế. Tất nhiên, chúng tôi tin rằng Chính phủ có thể thực hiện nhiều biện pháp khác để hỗ trợ kinh tế nếu cần thiết.

Sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam đang phục hồi

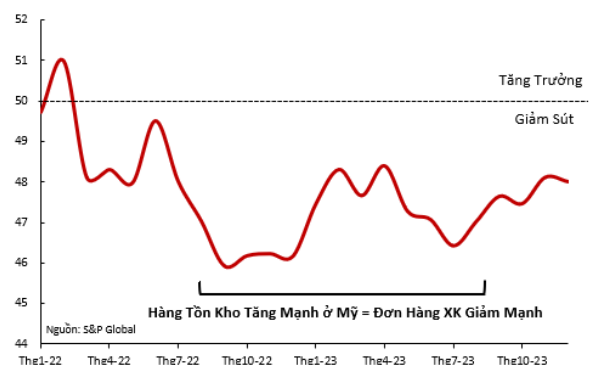
Năm 2023, sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam sụt giảm đã gây tác động rất lớn đến tăng trưởng kinh tế, như chúng tôi đã dự báo trong báo cáo [“Hướng đến 2023”](#) – quan điểm không được nhiều đồng thuận vào thời điểm đó. Điều tích cực là chuỗi suy giảm lâu nhất trong vòng 10 năm qua của lĩnh vực xuất khẩu của Việt Nam đã chạm đáy và nhiều khả năng sẽ tăng trưởng trở lại trong suốt năm 2024.

Đơn hàng xuất khẩu trên toàn cầu đã sẵn sàng tăng trở lại khi hàng tồn kho cuối năm 2023 của các nhà bán lẻ ở Mỹ sẽ giảm 5-7% so với năm trước đó – theo báo cáo lợi nhuận của một số bên như Walmart, Target, Best Buy, Nike... Hàng tồn kho của các nhà bán lẻ ở Mỹ cuối năm 2022 đã tăng hơn 20% so với năm trước đó, khiến cho họ phải nỗ lực giải quyết hàng tồn và hậu quả là đơn hàng xuất khẩu trên toàn cầu đã sụt giảm trong năm 2023, như biểu đồ bên dưới.

Xuất khẩu của Việt Nam phục hồi



Chỉ số đơn hàng xuất khẩu mới toàn cầu đã chạm đáy



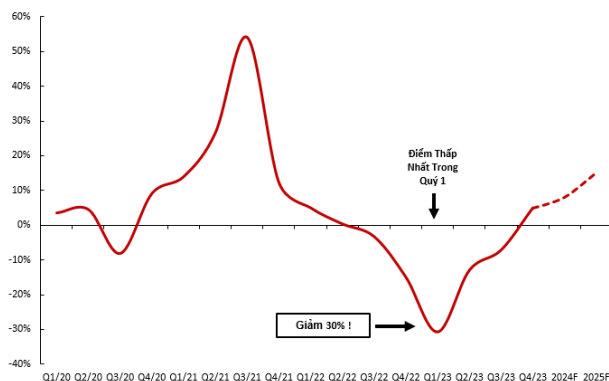
Điều này lý giải vì sao xuất khẩu của Việt Nam từ mức tăng 11% năm 2022 đã xuống mức giảm 4% năm 2023. Xuất khẩu chiếm 80% GDP của Việt Nam, nên sự sụt giảm này đã ảnh hưởng rất lớn đến tăng trưởng GDP. Chúng tôi chỉ kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ sẽ hồi phục nhẹ trong năm nay – một phần bởi dư nợ tín dụng ở Mỹ đã tăng gần 40% trong hai năm qua, hạn chế

người tiêu dùng ở Mỹ tiếp tục mua sắm các sản phẩm “Made in Vietnam”. Điều này đã thể hiện qua doanh số không như mong đợi trong dịp Black Friday ở Mỹ vừa qua².

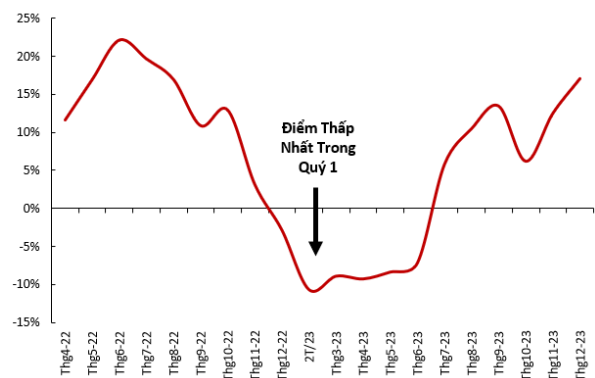
Xuất khẩu hàng điện tử đã tăng trở lại

Xuất khẩu linh kiện máy tính & hàng điện tử đã tăng trở lại, nhưng xuất khẩu điện thoại thông minh và hàng may mặc vẫn đang suy giảm (lưu ý rằng mỗi nhóm trong ba nhóm sản phẩm nêu trên chiếm khoảng 15% tổng xuất khẩu của Việt Nam năm ngoái). Doanh số sản phẩm máy tính và các sản phẩm dành cho xu hướng “Work from Home” đã giảm sau COVID, nhưng người tiêu dùng đang có nhu cầu nâng cấp máy tính để sử dụng các chương trình về trí tuệ nhân tạo (AI)³, lý giải vì sao công ty nghiên cứu Canalys dự báo doanh số máy tính toàn cầu sẽ hồi phục từ mức giảm 12% năm 2023 lên mức tăng 10% năm 2024.

Doanh số máy tính cá nhân toàn cầu phục hồi



Xuất khẩu máy tính cá nhân của Việt Nam



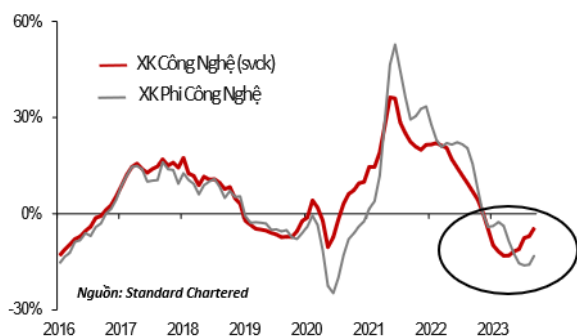
Trái lại, doanh số điện thoại thông minh toàn cầu sẽ chỉ hồi phục từ mức giảm 3,5% năm 2023 lên mức tăng 3,8% năm 2024, theo IDC. Doanh số điện thoại di động đã tăng trở lại lần đầu sau hai năm vào cuối 2023 (tăng 5% so với cùng kỳ), nhưng không như trường hợp sản phẩm máy tính, người tiêu dùng không có nhiều nhu cầu để nâng cấp điện thoại của họ.

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-11-29/black-friday-sales-fall-at-some-key-retailers-in-threat-to-holiday-season>

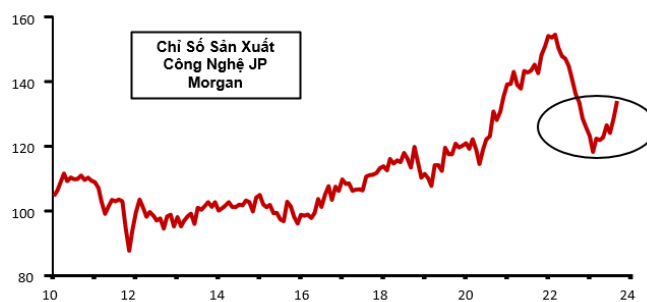
³ Công ty nghiên cứu Canalys dự báo doanh số sản phẩm máy tính dành cho AI sẽ chiếm 1/4 doanh số máy tính toàn cầu năm nay và sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025. Gần một nửa số nhà phân phối máy tính dự báo doanh số sẽ tăng hơn 10% năm nay, và gần 1/4 nhà phân phối dự báo doanh số tăng hơn 25%.

Kết quả là “ngành sản phẩm công nghệ đã chạm đáy... dẫn đầu bởi nhu cầu thay thế hàng điện tử tiêu dùng” như Standard Chartered trình bày trong báo cáo chiến lược toàn cầu 2024. Báo cáo này cũng quan sát rằng xuất khẩu hàng điện tử sẽ dẫn đầu sự phục hồi/tăng trưởng xuất khẩu ở Châu Á – tin vui cho xuất khẩu của Việt Nam năm 2024. Báo cáo chiến lược 2024 của JP Morgan cũng nhấn mạnh sự hồi phục của lĩnh vực sản xuất sản phẩm công nghệ ở Châu Á – sẽ tích cực cho tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2024.

Tại châu Á, xuất khẩu điện tử ảnh hưởng lớn nhất trong tổng xuất khẩu

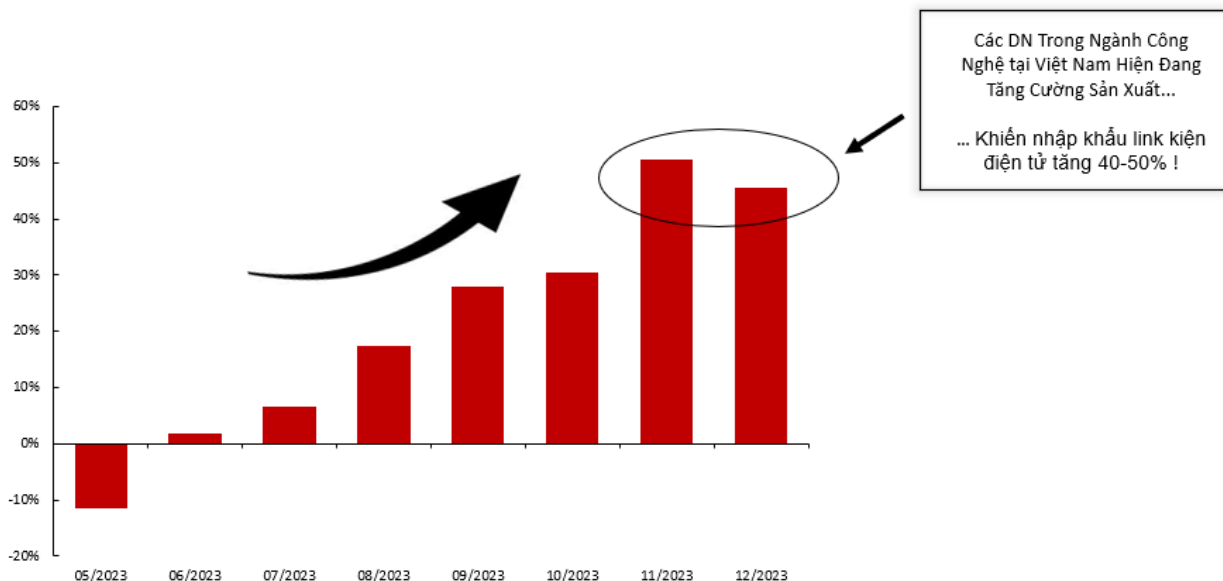


Xuất khẩu và sản xuất công nghệ cùng phục hồi



Thêm vào đó, chúng tôi ghi nhận rằng nhập khẩu linh kiện điện tử vào Việt Nam để sản xuất máy tính và sản phẩm điện tử tiêu dùng đang tăng lên, là chỉ báo đáng tin cậy rằng các công ty đang chuẩn bị để sản xuất cho các đơn hàng đã đặt.

Nhập khẩu linh kiện điện tử của Việt Nam



Cuối cùng, xuất khẩu hàng may mặc & giày dép của Việt Nam vẫn chưa bắt đầu hồi phục bởi: 1) nhu cầu từ thị trường Mỹ còn yếu (CEO của Target cho biết người tiêu dùng Mỹ năm ngoái đã hoãn mua trang phục mùa đông cho đến khi thời tiết thật sự trở lạnh), 2) một số nhà cung cấp đang chuyển nhà máy đến các nước có nhân công rẻ hơn (đặc biệt là Bangladesh), và 3) một số nhà cung cấp đang chuyển nhà máy ra khỏi Châu Á để tránh khả năng phải nhập cotton hoặc các nguyên liệu khác từ Trung Quốc^{4,5}.

Dù vậy, khách hàng quốc tế đặt hàng may mặc & giày dép từ Việt Nam đã thông báo cho các đơn vị sản xuất về việc chuẩn bị đón lượng đơn hàng lớn hơn trong năm nay, theo nguồn tin trong ngành của VinaCapital. Các đơn vị sản xuất còn cho biết khách hàng lại đặt đơn nhỏ và/hoặc đơn giao gấp nhiều hơn – thay vì kế hoạch nhập hàng từ 6-12 tháng như trước.

Nhu cầu tiêu dùng trong nước hồi phục

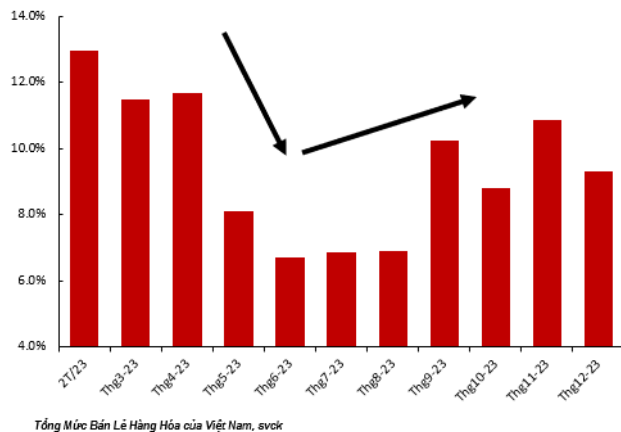
Năm 2023, chi tiêu cho tiêu dùng tại Việt Nam đã bị ảnh hưởng bởi xu hướng cắt giảm nhân sự trong lĩnh vực sản xuất – gây tác động đến người tiêu dùng thu nhập thấp, và bất động sản trì trệ – gây tác động đến người tiêu dùng thu nhập trung bình và thu nhập cao. Điều này đã được hỗ trợ bởi nguồn khách du lịch quốc tế đông đảo. Lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam đã hồi phục từ mức 20% so với trước COVID trong năm 2022 lên mức 70% trong năm 2023 – đóng góp phần lớn vào mức tăng 7,1% của chỉ số Doanh số Bán lẻ Thực (ngoại trừ yếu tố lạm phát) năm ngoái⁶. Chúng tôi ước tính chi tiêu cho tiêu dùng của người Việt (không bao gồm du khách) gần như không tăng trong năm ngoái. Chi tiêu cho tiêu dùng và tâm lý người tiêu dùng Việt Nam đã chạm đáy vào giữa năm 2023 như sau:

⁴ Tuân theo Đạo luật Chống Lao động Cường bức đối với người Duy Ngô Nhĩ (US Uyghur Forced Labor Prevention Act – UFLPA) từ cuối năm 2021, nhiều đơn hàng may mặc từ Việt Nam sang Mỹ đã gặp vấn đề khi nhập cảng dù tại Việt Nam không có người Duy Ngô Nhĩ. Hơn phân nửa các công ty thời trang được khảo sát bởi Hiệp hội Ngành Thời trang Hoa Kỳ cho biết đang tìm các nhà cung cấp ở ngoài Châu Á (chứ không chỉ là ngoài Trung Quốc) để giảm rủi ro cotton hoặc các nguyên liệu sản xuất khác được nhập từ khu tự trị của người Duy Ngô Nhĩ ở Trung Quốc.

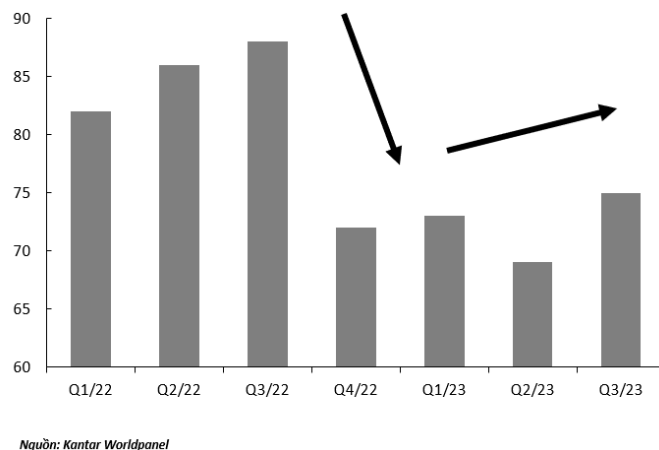
⁵ <https://www.ecotextile.com/2023080131009/labels-legislation-news/data-shines-light-on-complex-uyghur-supply-chains.html>

⁶ Gần 20 triệu du khách nước ngoài đến Việt Nam (trước COVID) đóng góp khoảng 10% doanh số bán lẻ của Việt Nam thời điểm đó (mỗi du khách chi khoảng 1.000 USD khi đến Việt Nam).

Mức độ tiêu dùng chạm đáy vào giữa năm 2023



Tâm lý người tiêu dùng chạm đáy vào giữa năm 2023



Một lý do giúp tâm lý và chi tiêu cho tiêu dùng hồi phục vào giữa năm ngoái là triển vọng việc làm trở nên sáng sủa hơn. Đầu năm 2023, nhiều thông tin về việc cắt giảm nhân công tại các nhà máy đã tác động mạnh đến chi tiêu và tâm lý tiêu dùng, nhưng xu hướng này giảm dần vào giữa năm – do cắt giảm nhân công là bởi xuất khẩu suy giảm, cho đến cuối năm 2023 thì các nhà máy đã bắt đầu tuyển nhân công trở lại.

Cụ thể, các nhà máy bắt đầu tuyển nhân công từ tháng 10, sau khi cắt giảm nhân công gần suốt năm theo khảo sát PMI Việt Nam của S&P Global. Số liệu từ Tổng cục Thống kê cho thấy tỷ lệ lao động ngành công nghiệp trong tháng 10 đã tăng gần 1% so với tháng trước đó, và đến cuối năm thì tỷ lệ này đã hồi phục hoàn toàn (nghĩa là không thay đổi so với cùng kỳ năm trước đó). Tuy nhiên, mức lương chỉ tăng dưới 5% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng thông thường 7-10%, cho thấy thị trường lao động đang gặp khó khăn.

Chi tiêu và tâm lý tiêu dùng được hỗ trợ thêm vào cuối năm 2023 khi thị trường bất động sản bắt đầu nhận được hỗ trợ. Nhiều tin tức tiêu cực về thị trường bất động sản năm ngoái đã khiến tâm lý người tiêu dùng bị ảnh hưởng lớn hơn cả những vấn đề thực tế của thị trường. Thị trường bất động sản được hỗ trợ sẽ giúp tâm lý tiêu dùng được giải tỏa trong năm nay.

Các yếu tố khác tác động đến tiêu dùng tại Việt Nam

Việc lãi suất tăng như trình bày ở trang 1 báo cáo đã tác động đến giá nhà, và khiến cho tâm lý tiêu dùng bị ảnh hưởng, và khi lãi suất vay mua nhà/tiền phải trả hàng tháng thấp hơn sẽ giúp người tiêu dùng có thể chi tiêu nhiều hơn (lãi suất vay mua nhà tại Việt Nam được thả nổi và liên quan đến lãi suất tiết kiệm của ngân hàng).

Đợt tăng lãi suất tiết kiệm năm ngoái đã mang đến thêm thu nhập cho người gửi tiền – và đã được dùng cho chi tiêu tiêu dùng (tương tự điều đã xảy ra đối với nền kinh tế Mỹ năm ngoái). Sẽ khó tách rời tác động của đợt tăng lãi suất tiết kiệm lên chi tiêu tiêu dùng tại Việt Nam năm ngoái. Năm nay, lãi suất thấp hơn sẽ giúp người tiêu dùng dễ vay để mua các mặt hàng giá trị cao, điều tốt cho tiêu dùng trong nước (dư nợ tín dụng tiêu dùng tăng yếu trong năm 2023).

Cuối cùng, thị trường lao động và thị trường bất động sản không phải là những yếu tố duy nhất tác động đến chi tiêu tiêu dùng năm ngoái – mà chỉ là các yếu tố có tác động lớn nhất. Ví dụ, quyết định giảm thuế VAT từ 10% còn 8% của Chính phủ đã hỗ trợ cho tiêu dùng, nhưng chúng tôi cho rằng mức giảm chưa đủ lớn để thật sự tác động đến quyết định của người tiêu dùng.

Hiểu đúng các vấn đề của thị trường bất động sản Việt Nam

Trong chu kỳ của “bong bóng” bất động sản, ngân hàng cho người đầu cơ vay và công ty bất động sản vay quá nhiều, dẫn đến dư thừa nguồn cung nhà ở trên thị trường. Đến một thời điểm, nguồn cung tín dụng cạn kiệt, khiến giá nhà sụt giảm và hoạt động xây dựng đình trệ. Thị trường khi đó sẽ mất nhiều năm để tiêu thụ nguồn cung nhà ở dư thừa đang để trống.

Đây không phải là điều đang xảy ra ở Việt Nam. Hoạt động xây dựng đang dừng lại như không phải vì dư thừa nguồn cung; tỷ lệ nhà trống tại Việt Nam là dưới 5%.

Thị trường bất động sản Việt Nam không vỡ “bong bóng”

Hoạt động phát triển bất động sản tại Việt Nam đang dừng lại do một số vấn đề liên quan đến quy định pháp lý khiến các dự án mới khó được phê duyệt, cũng như vấn đề cấp vốn cho các dự án ở những khu đô thị hiện hữu. Quan trọng nhất, giá nhà ở tại Việt Nam đã không giảm do nhu cầu mua nhà đang lớn hơn nguồn cung với tỷ lệ 2-1.

Tuy nhiên, giá nhà một số dự án có giảm, nhất là khi chủ nhà chưa nhận được giấy tờ pháp lý từ chủ đầu tư, bởi chủ đầu tư chưa hoàn thành các quy trình xin cấp phép để tiếp tục dự án. Giá nhà một số khu vực vị trí không đẹp hoặc khu vực có quá nhiều dự án cũng giảm sau khi đã tăng “nóng” trong giai đoạn 2021 và đầu 2022.

Tâm lý tiêu cực thái quá

Người tiêu dùng và người mua nhà tại Việt Nam dường như chưa hiểu rõ vấn đề của thị trường bất động sản, mà chỉ đọc tiêu đề các bài báo nói rằng giá nhà đang sụt giảm, dẫn đến phản ứng hạn chế chi tiêu. Những bài báo đó không phản ánh đúng thực tế của thị trường bất động sản Việt Nam.

Ví dụ, tháng 12 vừa qua, một bài báo giật tít “Giá nhà tại TP.HCM giảm 20%” và điều này là không chính xác. Bài báo trình bày một số trường hợp đơn lẻ, bao gồm việc giảm 15% giá bán căn hộ của một dự án “vẫn đang xây dựng sau 8-10 năm nhưng vẫn chưa có chúng nhận sở hữu”.

Cũng tờ báo này trước đó đăng một bài viết cho rằng “Nhà ở hợp túi tiền tại Hà Nội và TP.HCM đang biến mất”. Chúng tôi nêu ra những mâu thuẫn này vì việc đưa ra thông tin chưa chính xác đã khiến người tiêu dùng hiểu sai về tình hình thị trường bất động sản, tác động đến tâm lý tiêu dùng năm ngoái. Nhận thức rằng thị trường bất động sản đang “ấm lên” (đã trình bày trong [báo cáo này](#)) sẽ hỗ trợ cho tiêu dùng trong năm 2024.

Thị trường bất động sản bắt đầu hồi phục

Gần đây, một số dự án có vị trí đẹp được pháp triển bởi các công ty lớn đã mở bán rất thành công, với hơn 80% sản phẩm được bán hết. Thị trường có niềm tin rằng cuối tháng này, Quốc hội sẽ tổ chức phiên họp đặc biệt để tháo gỡ những vấn đề còn lại của thị trường bất động sản, điều này cũng có thể hỗ trợ cho thị trường chứng khoán.

Có một số chỉ báo cho thấy Chính phủ rất quyết tâm xử lý những vấn đề của thị trường bất động sản. Nguồn thu từ phí sử dụng đất của các dự án được phê duyệt năm 2024 dự kiến sẽ tăng 70% so với năm ngoái, cho thấy số lượng dự án được phê duyệt sẽ tăng mạnh. Chính phủ cũng đã chỉ đạo xử lý các vấn đề pháp lý đang khiến một số dự án bị đình trệ.

Tiếp tục thu hút dòng vốn FDI

Trong các báo cáo đầu năm, VinaCapital luôn nêu bật sức hút của Việt Nam trong mắt các nhà đầu tư FDI: 1) chi phí nhân công chưa bằng phân nửa Trung Quốc nhưng chất lượng nhân công tương đương, theo các khảo sát của JETRO và các đơn vị khác; 2) Việt Nam có vị trí địa lý gần các chuỗi cung ứng công nghệ cao của Châu Á; và 3) Việt Nam là một quốc gia trong nhóm “friendshoring” ít chịu rủi ro bị áp thuế khi xuất khẩu sang Mỹ.

THE WALL STREET JOURNAL.

Why Everyone Wants to Be Vietnam's Friend

NIKKEI Asia

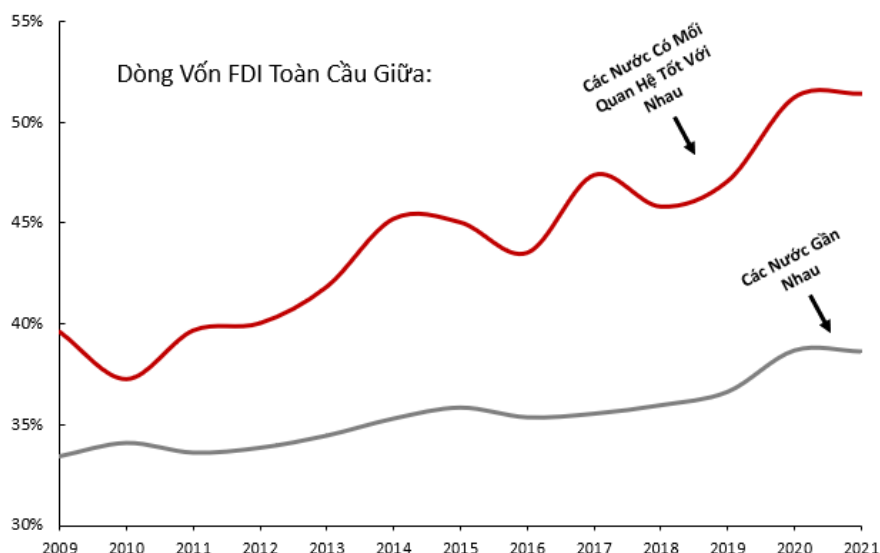
Apple to move key iPad engineering resources to Vietnam

Năm ngoái, vị thế thu hút FDI của Việt Nam càng được củng cố và chất lượng vốn FDI mà Việt Nam thu hút cũng được nâng cao, điều được thể hiện trên 2 bài báo trên. Những bước tiến quan trọng bao gồm:

- Việt Nam và Mỹ nâng cấp quan hệ lên “Đối tác Chiến lược Toàn diện” – giúp xây chắc vị thế của Việt Nam trong nhóm “friendshoring” của Mỹ.
- Chủ tịch Trung Quốc Tập Cận Bình thăm chính thức Việt Nam sau chuyến thăm của Tổng thống Mỹ Joe Biden – Việt Nam là quốc gia Châu Á duy nhất mà ông Tập đến thăm, và là quốc gia duy nhất trên thế giới mà ông Biden và ông Tập đến thăm trong năm 2023.
- Apple lần đầu tiên công bố sẽ đưa một số công đoạn thiết kế phát triển sang thực hiện tại Việt Nam, bên cạnh hoạt động sản xuất, lắp ráp sản phẩm hiện tại.

Hai điểm đầu tiên cho thấy vị thế đặc biệt của Việt Nam trên bàn cờ địa chính trị thế giới ở thời điểm hiện tại, điều sẽ có lợi cho nhà đầu tư bởi vì các tập đoàn đa quốc gia có cơ sở sản xuất tại Việt Nam sẽ không phải lo việc không bán được sản phẩm sang Mỹ, hoặc không mua được nguyên liệu sản xuất từ Trung Quốc, do cả hai quốc gia này đều muốn kết nối với Việt Nam. IMF, Atlantic Council và một số bên khác cũng đã chỉ ra rằng yếu tố địa chính trị đang trở ngày càng quan trọng khi các nước đưa ra quyết định đầu tư, có thể thấy như dưới đây.

Mối quan hệ quan trọng hơn địa lý đối với FDI



Tiếp theo, Apple lần đầu công bố sẽ chuyển hoạt động R&D sang Việt Nam, sau khi quyết định sản xuất Apple Watch tại Việt Nam vào năm 2022 – vốn là một sản phẩm phức tạp. Báo cáo đầu năm ngoái của chúng tôi trích dẫn nguồn tin từ Apple cho biết tập đoàn này có “những kế hoạch lớn cho Việt Nam”. Bước chuyển từ lắp ráp sản phẩm sang thiết kế các sản phẩm đó cho thấy tập đoàn này đang nâng cao độ chất lượng các hoạt động của họ tại Việt Nam.

Chúng tôi từng đề cập rằng động lực mạnh mẽ nhất thúc đẩy tăng trưởng cho một quốc gia như Việt Nam chính là sự nâng cao tính phức tạp trong các sản phẩm và dịch vụ mà quốc gia này có thể cung cấp ([báo cáo này](#)), theo nghiên cứu của Harvard và các đơn vị khác. Chúng tôi tin rằng bước tiến mới của Apple là nhằm hướng đến phát triển ngành công nghiệp bán dẫn tại Việt Nam, vốn là đề tài được thảo luận nhiều bởi lãnh đạo các tập đoàn lớn của Mỹ và Đài Loan như Nvidia.

Cuối cùng, để nắm bắt được những tín hiệu tích cực nêu trên, Việt Nam cần đẩy nhanh phát triển hạ tầng để thu hút tối đa dòng vốn FDI chất lượng cao. Hạ tầng vận tải và kho bãi của Việt Nam cần được nâng cấp càng sớm càng tốt, cũng như khả năng cung cấp nguồn điện ổn định cho sản xuất, vốn là vấn đề mà các doanh nghiệp FDI lo ngại, sau khi miền Bắc diễn ra tình trạng thiếu điện mùa hè năm ngoái.

Thuế Tối thiểu Toàn cầu (Global Minimum Tax – GMT) không phải là rủi ro cho FDI

Một số nhà đầu tư lo ngại Việt Nam áp dụng chế độ Thuế Tối thiểu Toàn cầu có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI, bởi điều này hạn chế khả năng Việt Nam đưa ra các ưu đãi thuế để thu hút nhà đầu tư FDI. Tuy nhiên, chúng tôi không lo ngại vấn đề này.

Lý do là bởi vì ưu đãi thuế không phải là động lực chính để các công ty đa quốc gia quyết định đầu tư vào một quốc gia đang phát triển, theo nghiên cứu của World Bank và các đơn vị khác. Các công ty đa quốc gia cân nhắc nhiều yếu tố như chi phí, chất lượng nhân công, chất lượng hạ tầng, độ mở của môi trường kinh doanh... khi quyết định đầu tư.

Ở các nước phát triển, các yếu tố trên là gần như tương đồng, nên thuế trở thành yếu tố quan trọng hơn để các công ty đa quốc gia quyết định đầu tư, so với khi họ cân nhắc đầu tư ở các nước đang phát triển. Ví dụ, một công ty cân nhắc đầu tư ở Ireland hoặc Anh sẽ cân nhắc kỹ yếu tố thuế, bởi các yếu tố khác như nguồn lao động, hạ tầng... là như nhau.

Đây là vấn đề thực tế. Yếu tố giúp Ireland thu hút dòng vốn FDI khổng lồ trong 30 năm qua chính là mức ưu đãi thuế rất hào phóng. Đó cũng là một trong những lý do dẫn đến việc phải áp dụng GMT⁷.

Lãi suất bình ổn trong năm 2024

Lãi suất huy động của Việt Nam đã tăng 300 điểm cơ bản và quay lại mức thấp hơn khởi đầu chỉ trong 18 tháng kể từ giữa năm 2022. Biến động này là do áp lực từ tỷ giá của VND, và đã tác động lớn đến VN-Index và thị trường bất động sản, cũng như ảnh hưởng đến “real economy” (các yếu tố nêu trên có tác động lớn hơn đến tăng trưởng GDP của Việt Nam”).

⁷ <https://www.nytimes.com/2021/07/08/business/ireland-minimum-corporate-tax.html>

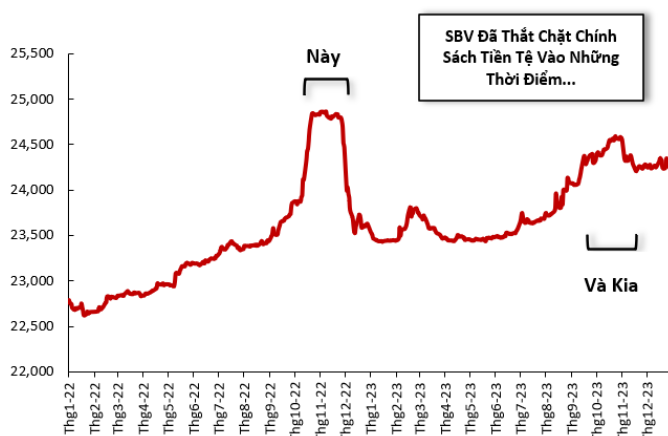
VinaCapital kỳ vọng lãi suất sẽ bình ổn ở mức hiện tại trong thời gian tới, và sẽ hỗ trợ cho nền kinh tế theo nhiều cách khác nhau. Ví dụ, nhiều ngân hàng tại Việt Nam đã không thể dùng hết hạn mức dư nợ tín dụng được cấp năm ngoái do lãi suất cao khiến người tiêu dùng ngại vay. Đây là một trong những vấn đề ảnh hưởng đến thị trường bất động sản năm ngoái.

Hiểu đúng về sự biến động của lãi suất tại Việt Nam

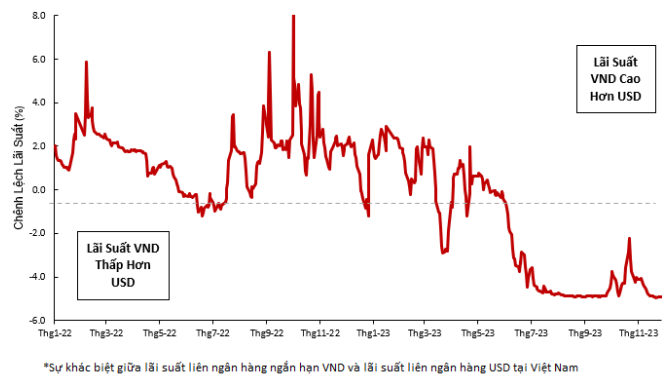
Cuối năm 2022, chỉ số USD/DXY tăng vọt lên tới 20% so với đầu năm, khiến giá trị của tiền VND giảm khoảng 9%. Điều này đã thúc đẩy Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) nâng lãi suất lên tổng cộng 200 điểm cơ bản và sử dụng dự trữ ngoại hối để bảo vệ giá trị của VND. NHNN đã nhiều lần thể hiện mong muốn điều tiết tỷ giá USD-VND hàng năm ở mức 3%, và lạm phát ở Việt Nam trung bình 3,2-3,3% trong cả năm 2022 và 2023. Vì vậy, biến động tỷ giá không phải do tác động bởi lạm phát trong hai năm qua.

Đầu năm 2023, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng rất chậm, nhưng thặng dư thương mại tăng vọt từ khoảng 0% GDP trong nửa đầu năm 2022 lên 6%/GDP trong nửa đầu năm 2023 vì nhập khẩu giảm nhanh hơn xuất khẩu, sẽ được thảo luận ở phần dưới. Thặng dư tăng lên đã cho phép NHNN giảm lãi suất (tổng cộng 150 điểm cơ bản) trong nửa đầu năm ngoái mà không gây áp lực quá mức lên giá trị của VND.

NHNN (SBV) thắt chặt chính sách tiền tệ khi VND mất giá



Khoảng cách lãi suất



Tuy nhiên, do sự cắt giảm lãi suất của NHNN và tăng lãi suất của Fed, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ngắn của VND đã giảm xuống mức thấp hơn lãi suất kỳ hạn ngắn của USD vào đầu năm ngoái, và đến tháng 9, lãi suất VND đã thấp hơn khoảng 500 điểm cơ bản so với lãi suất USD. Khoảng cách giữa lãi suất VND và USD đã tạo ra áp lực giảm giá trị mới cho VND, khiến tỷ giá USD-VND giảm hơn 4% so với đầu năm vào thời điểm đó.

NHNN một lần nữa thực hiện điều tiết khi giá trị của VND giảm hơn 3%. Thay vì sử dụng những biện pháp như tăng lãi suất hay can thiệp ngoại hối, NHNN đã rút khoảng 15 tỷ USD (3-4%/GDP) khỏi thị trường tiền tệ của Việt Nam trong khoảng thời gian bảy tuần, giúp ổn định giá trị của VND bằng cách tạo ra một số áp lực tăng lên đối với lãi suất liên ngân hàng, như biểu đồ ở trên bên phải.

Tuy nhiên, khi NHNN rút thanh khoản khỏi nền kinh tế Việt Nam vào cuối tháng 9 để bảo vệ giá trị của VND, điều đó cũng có nghĩa là thanh khoản VND để hỗ trợ giá cổ phiếu bị rút khỏi thị trường – và thanh khoản luôn là yếu tố lớn nhất ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn ở mọi thị trường. Sau khi NHNN bắt đầu rút thanh khoản khỏi hệ thống ngân hàng thương mại vào cuối tháng 9, VN-Index (đã tăng tới 24% so với đầu năm) đã chịu một đợt bán tháo 16%, như chúng tôi đã thảo luận trong [báo cáo này](#).

Vi sao chúng tôi kỳ vọng lãi suất bình ổn trong năm 2024

Chúng tôi đã nhận thấy một xu hướng rõ ràng trong hai năm qua: Việt Nam siết chặt chính sách tiền tệ khi giá trị của VND giảm hơn 3% so với đầu năm và nới lỏng lại khi giá trị của VND ổn định (xem phần trước).

Trong năm 2022, giá trị của VND đã giảm 3,5%, do mức tăng 8% của chỉ số USD/DXY (đã tăng gần 20% so với đầu năm vào một số thời điểm trong năm), và trong năm 2023 VND đã giảm 2,7% do kết quả của hai lực kéo ngược chiều. Khoảng cách giữa lãi suất USD và lãi suất kỳ hạn ngắn của VND đạt mức cao kỷ lục, tạo áp lực giảm giá trị đối với VND, nhưng thặng dư thương mại của Việt Nam tăng vọt từ 3%/GDP lên 7%/GDP, điều này đã hỗ trợ giá trị của VND, cũng như mức giảm 2% của giá trị DXY.

Trong năm 2024, thặng dư thương mại của Việt Nam có khả năng chuyển từ mức thặng dư lớn sang mức thâm hụt thương mại nhỏ, điều này sẽ tạo ra một số áp lực giảm giá trị đối với VND. Tuy nhiên, đồng thuận dự kiến giá trị của USD sẽ giảm khi Fed bắt đầu cắt giảm lãi suất. Với áp lực lên VND khá cân bằng năm nay so với hai năm trước, chúng tôi chỉ dự kiến áp lực giảm giá nhẹ đối với VND và NHNN sẽ không phải tăng lãi suất.

Chúng tôi cũng không cho rằng lạm phát sẽ ảnh hưởng đến các quyết định của NHNN năm nay, một phần vì hàng tiêu dùng ở Trung Quốc hiện đang phải giảm giá, khiến nhiều bên dự đoán rằng Trung Quốc sẽ "xuất khẩu giảm phát" ra phần còn lại của thế giới; Việt Nam có thể sẽ ghi nhận giá thực phẩm... tăng nhẹ do điều này.

Lưu ý về cán cân thương mại của Việt Nam

Chúng tôi đã đề cập ở trên rằng dự kiến cán cân thương mại của Việt Nam sẽ chuyển từ thặng dư lớn trong năm 2023 sang thâm hụt nhỏ trong năm 2024, bất chấp những dự báo rằng xuất khẩu đã bắt đầu hồi phục. Trong năm 2023, xuất khẩu giảm 4% xuống còn 355,5 tỷ USD nhưng nhập khẩu

giảm 9% xuống còn 327,5 tỷ USD, dẫn đến thặng dư thương mại đạt mức cao kỷ lục là 28 tỷ USD (tương đương 7%/GDP) năm ngoái, theo Tổng cục Thống kê.

Thặng dư đó đã hỗ trợ tiền VND bằng cách cho phép NHNN tái tạo một phần dự trữ ngoại hối đã chi vào năm 2022 để bảo vệ VND (NHNN đã tích cực mua USD trong nửa đầu năm, được hỗ trợ bởi tỷ giá USD-VND ổn định vào thời điểm đó⁸). Tuy nhiên, thặng dư thương mại kỷ lục của Việt Nam có nguyên nhân là do các nhà máy FDI cắt giảm nhập khẩu nguyên liệu sản xuất khi đơn hàng giảm (người tiêu dùng trong nước cũng giảm mua các sản phẩm nhập khẩu như ô tô, nhưng các nhà máy FDI chiếm phần lớn trong nhập khẩu).

Vì các nhà máy đã cạn kiệt nguyên liệu sản xuất năm ngoái, nhập khẩu sẽ cần thiết phải vượt qua xuất khẩu năm nay để các công ty đó có thể tích trữ nguyên liệu sản xuất. Ví dụ, chúng tôi đã đề cập ở trên rằng nhập khẩu linh kiện điện tử hiện đang tăng vọt ở mức khoảng 50% so với cùng kỳ năm trước. Kết quả là chúng tôi đang dự kiến mức tăng trưởng 7% của xuất khẩu năm nay (đi đôi với mục tiêu của Chính phủ), và mức tăng trưởng 15% của nhập khẩu.

Thị trường chứng khoán

Trong năm 2023, thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng mạnh và rồi sụt giảm bởi những thay đổi trong chính sách tiền tệ của Việt Nam, nhưng VN-Index đã kết thúc năm với mức tăng 12% (tính bằng VND) và 9% (tính bằng USD). Việc lãi suất huy động giảm cùng với các biện pháp Chính Phủ đã áp dụng để hỗ trợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong nước vào tháng 3⁹ đã khiến cho thị trường chứng khoán tăng tới mức 25% (so với đầu năm) trong vòng 6 tháng tiếp đó, mặc cho nền kinh tế vẫn còn yếu trong giai đoạn đó. Và rồi vào tháng 9, NHNN đã siết chặt chính sách tiền tệ khi tiền VN Đồng mất giá 4% (so với đầu năm), điều đã khiến cho VN-Index điều chỉnh 16% như có thể thấy ở hình dưới đây.

⁸ <https://www.reuters.com/markets/asia/vietnam-cbank-bought-49-bln-first-4-months-boost-reserves-minister-2023-05-05/>

⁹ <https://vir.com.vn/government-throws-life-jacket-to-bond-issuers-with-legislation-improvements-100383.html>

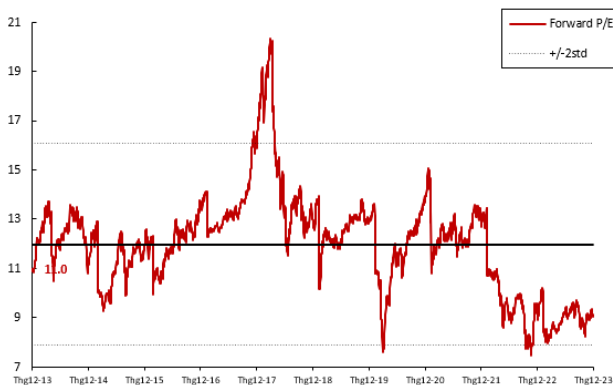
VN-Index trong năm 2023

Trong năm 2024, VinaCapital dự kiến lãi suất sẽ ổn định và nhà đầu tư sẽ tập trung vào tăng trưởng

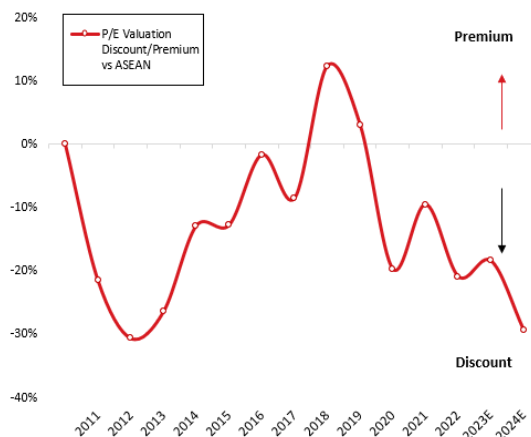


lợi nhuận và định giá cổ phiếu. Điều này sẽ hỗ trợ cho mức tăng nhẹ của giá cổ phiếu trong năm nay. Cụ thể, chúng tôi dự kiến lợi nhuận của các công ty niêm yết sẽ phục hồi từ không tăng trưởng trong năm 2023 lên mức tăng trưởng 10-15% trong năm 2024, và dự báo của chúng tôi thấp hơn chút so với đồng thuận thị trường tại thời điểm này. Thêm vào đó, định giá rẻ của thị trường và một vài yếu tố hỗ trợ khác sẽ thúc đẩy thị trường tăng vào đầu năm 2024.

Định giá VN-Index hiện thấp hơn mức lịch sử...



Và so với ASEAN



Cụ thể, việc triển khai hệ thống giao dịch KRX mới trong Quý 1 sẽ giúp giải quyết một số vấn đề kỹ thuật, có thể giúp Việt Nam được nâng hạng từ Thị trường Cận biên lên Thị trường Mới nổi bởi FTSE-Russell vào khoảng cuối năm¹⁰. Tiếp theo là kỳ vọng phiên họp đặc biệt của Quốc hội vào tháng 1 sẽ giúp giải quyết một số vấn đề của thị trường bất động sản.

Thêm nữa, sự tăng trưởng yếu của nền kinh tế và lợi nhuận doanh nghiệp vào nửa đầu năm 2023 có thể sẽ dẫn đến mức lợi nhuận tăng vọt của các công ty trong cùng kỳ 2024. Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam đã tăng đều trong suốt năm 2023, gấp đôi từ mức tăng 3,3% so với cùng kỳ trong Quý 1 lên mức tăng 6,7% trong Quý 4. Sự tăng trưởng này là đáng khích lệ vì đồng nghĩa với việc phục hồi kinh tế đang trên đà và tăng trưởng thấp trong giai đoạn đầu năm 2023 sẽ tạo ra những mức lợi nhuận tăng vọt của các công ty trong cùng kỳ 2024, và sẽ thu hút sự chú ý của nhà đầu tư đến thị trường chứng khoán.

Chọn lọc cổ phiếu và ngành sẽ tạo nên sự vượt trội

Chúng tôi dự kiến lợi nhuận của các công ty niêm yết sẽ phục hồi từ không tăng trưởng trong năm 2023 lên mức tăng trưởng 10-15% trong năm 2024, nhưng lợi nhuận giữa các ngành sẽ có khác biệt lớn. Ví dụ, lợi nhuận của các công ty tiêu dùng niêm yết có thể đã giảm hơn 20% năm ngoái do người tiêu dùng Việt Nam chi tiêu ít hơn và có thể sẽ tăng hơn 30% năm nay khi tâm lý và chi tiêu hồi phục. Tương tự, lợi nhuận của các nhà phát triển bất động sản (không tính Vinhomes) có thể phục hồi từ mức giảm 50% năm ngoái lên mức tăng hơn 100% năm nay nhờ sự hồi phục khiêm tốn của hoạt động phát triển bất động sản.

Biên độ dao động của cả hai ngành đó đều lớn hơn nhiều so với biên độ dao động mà chúng tôi dự kiến cho thị trường chung, từ không tăng trưởng trong năm 2023 lên mức tăng trưởng 10-15% trong năm 2024. Những sự chênh lệch lớn giữa các ngành như vậy tạo ra nhiều cơ hội cho các nhà quản lý chủ động như VinaCapital để mang lại hiệu quả đầu tư vượt trội hơn thị trường.

Ví dụ, định giá tổng thể của thị trường hiện đã rất hấp dẫn với chỉ số P/E tương lai là 10 lần và với mức tăng trưởng EPS 10-15%, tương đương với mức PEG khoảng 0.7x (nhà đầu tư chứng khoán huyền thoại Peter Lynch đã nói nhiều về việc chọn cổ phiếu với tỷ lệ PEG dưới 1x). Tuy nhiên, như có thể thấy trong bảng dưới đây, các cổ phiếu cụ thể trong Quỹ VVF Vietnam Equity UCITS của chúng tôi đang ở mức P/E dưới 8 lần và chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của những cổ phiếu này sẽ tăng trưởng hơn 25% trong năm nay.

¹⁰ Việt Nam kỳ vọng việc được nâng hạng lên chỉ số FTSE-Russell EM vào cuối năm nay có thể sẽ giúp thị trường được nâng hạng lên chỉ số MSCI-EM quan trọng hơn trong vài năm tới.

Tăng trưởng bền vững với định giá rẻ

	VN-Index	Quỹ VVF
P/E Dự Phóng	10.6x	8.3x
Tăng Trưởng EPS Dự Kiến	13%	25%
Tỷ Lệ PEG	0.7x	0.5x

Việc lựa chọn cổ phiếu tương tự trong một khoảng thời gian dài giúp giải thích tại sao quỹ VVF của chúng tôi có thể vượt trội so với thị trường trong 1, 3, và 5 năm qua (trong 5 năm qua, NAV của VVF tăng trung bình gần 10% hàng năm so với mức tăng trung bình hàng năm 4% của chỉ số VN-Index).

Các ngành được chú trọng

Việc vượt trội so với thị trường chứng khoán tổng thể đòi hỏi sự lựa chọn khéo léo về ngành và cổ phiếu. Các ngành hiện tại mà chúng tôi ưa chuộng bao gồm Công nghệ Thông tin, một số Ngân hàng, Nhà phát triển Bất động sản (trừ Vinhomes), Doanh nghiệp Hàng tiêu dùng không thiết yếu, và Công ty Chứng khoán.

Công ty tiêu dùng sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi đang tiếp diễn trong chi tiêu tiêu dùng ở Việt Nam như đã thảo luận ở trên, do đó chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các công ty tiêu dùng niêm yết sẽ hồi phục từ mức giảm 22% trong năm 2023 lên tăng 33% trong năm 2024, mặc dù có sự tăng trưởng nhẹ trong tổng mức bán lẻ thực tế, từ 7,1% trong năm 2023 lên 7,5% trong năm 2024.

Thêm nữa, sự chênh lệch giữa mức tăng trưởng nhẹ trong tổng doanh số bán lẻ của Việt Nam loại trừ yếu tố lạm phát (từ 7,1% trong năm 2023 lên 7,5% trong năm 2024) xuất phát từ việc: 1) chi tiêu của người tiêu dùng địa phương (không tính du khách nước ngoài) dự kiến sẽ tăng từ mức tăng ước tính 2-3% trong năm 2023 lên 7-8% trong năm 2023, và 2) các công ty tiêu dùng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam có doanh thu chủ yếu từ việc bán hàng cho người tiêu dùng địa phương hơn là cho du khách - vì vậy doanh thu và lợi nhuận của các công ty này sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi trong chi tiêu trong nước năm nay.

Các nhà phát triển bất động sản (trừ Vinhomes) sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi khiêm tốn trong hoạt động phát triển bất động sản ở Việt Nam trong năm nay - điều này phù hợp với dự báo của Chính phủ - và dự kiến sẽ dẫn đến sự phục hồi trong lợi nhuận của ngành từ mức giảm 51% lên tăng 109% trong năm 2024. Lưu ý rằng chúng tôi đã loại trừ Vinhomes (VHM) khỏi phân tích của mình vì hai lý do: 1) quy mô của công ty lớn hơn nhiều so với các công ty khác trong ngành, với vốn hóa thị trường gấp sáu lần so với nhà phát triển niêm yết lớn thứ hai của Việt Nam, và 2) lợi nhuận của công ty dự kiến sẽ giảm khoảng 20% trong năm nay sau khi đã tăng gần 30% trong năm 2023 (sự giảm này chủ yếu liên quan đến thời gian ghi nhận doanh thu của công ty).

Cổ phiếu ngân hàng sẽ hưởng lợi từ sự tăng trưởng lợi nhuận, từ khoảng 7% trong năm 2023 lên 18% trong năm 2024, và định giá cổ phiếu ngân hàng tại Việt Nam hiện thấp hơn một độ lệch chuẩn so với trung bình năm năm (hiện đang giao dịch ở mức khoảng 1.8x P/B so với khoảng 17% ROE dự kiến vào năm 2024). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các ngân hàng Việt Nam sẽ được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng tín dụng nhanh chóng đối với cả nhà phát triển bất động sản và người mua nhà mới, phù hợp với kỳ vọng về sự phục hồi khiêm tốn trong phát triển bất động sản năm nay.

Ngành Công nghệ Thông tin của Việt Nam gắn liền với FPT, chiếm gần như toàn bộ ngành. Hoạt động kinh doanh outsourcing phần mềm của FPT tiếp tục mạnh mẽ, giúp đẩy doanh thu công ty vượt qua mức 1 tỷ USD lần đầu tiên vào năm ngoái, nhưng chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu của FPT sẽ tăng từ 20% trong năm 2023 lên 24% trong năm 2024 bất chấp thành tựu ấn tượng đó.

FPT hưởng lợi từ sự tăng trưởng mạnh mẽ liên tục trong chi tiêu Công nghệ Thông tin toàn cầu và rất mạnh mẽ trong một số lĩnh vực cụ thể như phát triển phần mềm quản lý tiện ích trên toàn cầu, phát triển phần mềm tích hợp trong các loại tivi thông minh, và công ty đã ra mắt mảng kinh doanh phần mềm ô tô vào năm ngoái, với khách hàng ban đầu bao gồm Hyundai, Honda và Volvo.

Lợi nhuận của các **công ty chứng khoán** nên tăng nhanh, từ mức tăng 14% trong năm 2023 lên 38% trong năm 2024 bởi lãi suất thấp hơn sẽ hỗ trợ giao dịch ký quỹ nhiều hơn và các hoạt động ngân hàng đầu tư bị hoãn vào năm ngoái do nền kinh tế chậm chạp có khả năng sẽ được tiếp tục trong năm nay.

Cuối cùng, ngoài những lựa chọn nhóm ngành nêu trên đã hướng dẫn việc lựa chọn cổ phiếu tổng thể của các quản lý danh mục đầu tư của VinaCapital, thị trường chứng khoán Việt Nam có hàng trăm cổ phiếu cỡ nhỏ và vừa, nhiều trong số đó không được theo dõi sát sao hoặc hiểu rõ bởi nhà đầu tư bán lẻ trong nước. Bộ cổ phiếu này là một nguồn cơ hội tiềm năng để vượt trội thị trường bởi nó cho phép các nhà đầu tư chuyên nghiệp như VinaCapital tìm thấy những 'viên ngọc ẩn' có thể vượt trội đáng kể so với thị trường.

Hơn nữa, hiệu suất của cổ phiếu cỡ nhỏ và vừa tại Việt Nam đôi khi chênh lệch đáng kể so với thị trường tổng thể; năm ngoái, cả cổ phiếu cỡ nhỏ và vừa đều tăng khoảng 30%, vượt xa hiệu suất tổng thể của thị trường. Điều này cũng giúp cho những nhà đầu tư linh hoạt có cơ hội vượt trội hơn so với thị trường tổng thể.

Kết luận

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ tăng lên 6-6.5% vào năm 2024, được thúc đẩy bởi sự phục hồi trong ngành sản xuất và cải thiện trong tâm lý và chi tiêu của người tiêu dùng. Ngành sản xuất đã bắt đầu hồi phục từ cuối năm 2023 do nhu cầu đối với sản phẩm "Sản xuất tại Việt Nam" – đặc biệt là sản phẩm điện tử tiêu dùng – từ người tiêu dùng ở Mỹ/EU bắt đầu hồi phục từ năm ngoái.

Chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam (không tính du khách) cũng đã bắt đầu hồi phục từ cuối năm 2023 do cải thiện trong thị trường lao động và vì thị trường bất động sản “đóng băng” của Việt Nam đã bắt đầu tan băng, phần nào nhờ vào sự giảm lớn của lãi suất năm ngoái. Lãi suất thấp cũng đã hỗ trợ thị trường chứng khoán trong năm 2023, nhưng chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ ổn định hơn nhiều trong năm nay và các nhà đầu tư thị trường chứng khoán sẽ tập trung trở lại vào cơ bản.

Do đó, sự tăng trưởng lợi nhuận dự kiến khiêm tốn, cùng với định giá thấp của thị trường, nên giúp thúc đẩy sự tăng trưởng khiêm tốn trong giá cổ phiếu Việt Nam năm nay, đặc biệt là với các yếu tố tác động tiềm năng bao gồm triển khai hệ thống giao dịch KRX mới của thị trường chứng khoán, có thể cuối cùng sẽ giúp thị trường được nâng cấp lên “Thị trường mới nổi”.

Cuối cùng, chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự phân hóa lớn trong hiệu suất của từng cổ phiếu và các nhóm ngành trên thị trường chứng khoán, điều này sẽ cho phép các nhà quản lý danh mục đầu tư chủ động như VinaCapital vượt trội hơn thị trường tổng thể. Tóm lại, định giá của thị trường chứng khoán Việt Nam hấp dẫn ở mức 10 lần P/E so với mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến 10-15%, nhưng định giá của các cổ phiếu mà quỹ VVF của VinaCapital nắm giữ còn hấp dẫn hơn ở mức 8 lần P/E, với mức tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đạt 25% trong năm nay./.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

© 2024 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 cố vấn 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.