

Ông Michael Kokalari, CFA

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

VÀNG, ĐÔ LA MỸ VÀ LÃI SUẤT: Ý NGHĨA NHƯ THẾ NÀO VỚI KINH TẾ VIỆT NAM?

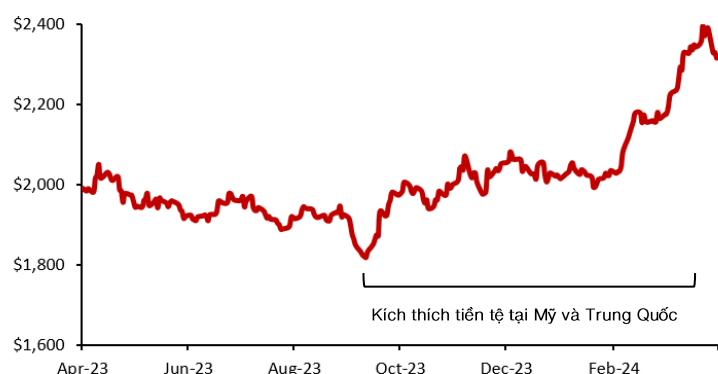
Tính đến thời điểm bài viết này, tỷ giá USD-VND đã tăng 4,5% so với đầu năm, mức mà Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) trước đây đã có hành động cụ thể để hỗ trợ VND. Giá trị của VND chưa mất giá quá 3,5% trong bất kỳ năm dương lịch nào kể từ năm 2015, ngay cả trong những năm mà khi đó tỷ giá hối đoái của các nước trong khu vực của Việt Nam đã mất giá từ 4,1% so với đầu năm (đối với Malaysia) đến 8,5% (đối với Thái Lan trong năm 2024). Khả năng phục hồi tương đối của VND đã giúp Thống đốc NHNN được xếp hạng A+ từ Tạp chí Tài chính Toàn cầu vào năm ngoái¹ và phản ánh quyết tâm mạnh mẽ của NHNN nhằm ổn định đồng tiền Việt Nam sau đợt đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc mất giá mạnh vào năm 2015.

Năm nay, đồng VND suy giảm bởi một số các yếu tố, bao gồm đồng Đô la Mỹ (USD) bất ngờ tăng giá mạnh gần 5% so với đầu năm (đối với chỉ số DXY) do lạm phát và tăng trưởng kinh tế nóng hơn dự kiến của Mỹ làm giảm số lần Fed có thể sẽ cắt giảm lãi suất của Mỹ năm 2024, củng cố giá trị đồng Đô la Mỹ. Ngoài ra, giá vàng cũng đã tăng tới 16% trong năm nay (và 30% kể từ cuối năm 2022), điều này cũng đang gây áp lực lên tỷ giá USD-VND do nhà đầu tư Việt Nam đẩy mạnh việc mua vàng, và việc mua vàng của người dân đã dẫn đến việc tăng lượng mua USD.

Chỉ số USD/DXY tăng ~5% so với đầu năm



Giá vàng toàn cầu tăng ~15% so với đầu năm



¹ <https://e.vnexpress.net/news/business/economy/vietnam-central-bank-governor-earns-a-in-global-finance-report-4648918.html>

Do đó, VND đồng thời phải đối mặt với áp lực giảm giá từ USD mạnh (do lãi suất USD cao hơn) và từ việc giá vàng tăng cao. Đây là một tình huống bất thường vì lãi suất của Mỹ cao hơn sẽ hỗ trợ giá trị của USD, nhưng thường dẫn đến việc giá vàng sẽ thấp hơn do làm tăng “chi phí cơ hội” của người tiết kiệm khi giữ vàng thay vì gửi tiền vào ngân hàng. Với hàng loạt áp lực giảm giá lên tiền VND² và khả năng lạm phát ở Việt Nam sẽ đạt 4-5% vào cuối năm (một phần do giá dầu tăng), chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi ngân hàng ở Việt Nam sẽ tăng 50 - 100 điểm cơ bản vào cuối năm nhằm ngăn chặn sự mất giá của đồng VND.

Chúng tôi không cho rằng lãi suất cần phải tăng hơn 100 điểm cơ bản để hỗ trợ tỷ giá USD-VND vì thặng dư thương mại của Việt Nam đã tăng từ 6% GDP năm 2023 lên 8% GDP trong Quý 1 năm 2024 và giải ngân vốn FDI tăng mạnh khoảng 5% GDP trong Quý 1. Ngoài ra, các nhà hoạch định chính sách Việt Nam đang cân bằng giữa ổn định tỷ giá VND và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nghĩa là lãi suất cần đủ cao để hỗ trợ tiền VND, nhưng không quá cao đến mức chính sách thắt chặt tiền tệ cản trở tăng trưởng GDP.

Điều đó nói lên rằng, trong những năm gần đây (đặc biệt là vào năm 2022), NHNN đã chứng tỏ rằng sẵn sàng hy sinh một phần tăng trưởng để giữ được tỷ giá USD-VND ở mức ổn định – có lẽ vì sự ổn định của tỷ giá hối đoái sẽ khuyến khích đầu tư FDI, từ đó hỗ trợ cho sự tăng trưởng kinh tế lâu dài của Việt Nam.

Hỗ trợ đồng VND

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã sử dụng một số công cụ trong hai năm qua để ngăn chặn sự giảm giá của đồng VND, bao gồm:

- 1) Việc bán dự trữ ngoại hối USD của NHNN cho các ngân hàng thương mại trong nước
- 2) “Giao dịch hối đoái kỳ hạn có thể hủy ngang” (“Cancellable FX forwards”)
- 3) Tăng lãi suất điều hành, và/ hoặc
- 4) Rút thanh khoản ra khỏi thị trường tiền tệ để đẩy lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn.

Bổ sung điều 1 ở trên, dự trữ ngoại hối của NHNN đạt đỉnh 110 tỷ USD vào năm 2021, theo trích dẫn từ NHNN trên báo trong nước; hiện tại, khoản dự trữ đó được cho là vào khoảng 90-100 tỷ USD, tương đương giá trị nhập khẩu cho khoảng ba tháng, được coi là lượng dự trữ ngoại hối an toàn tối thiểu mà ngân hàng trung ương của mỗi quốc gia cần nắm giữ. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng dự trữ của Việt Nam sẽ giảm mạnh so với mức hiện tại.

² Ngoài việc đồng USD tăng giá mạnh và thị trường vàng toàn đi lên, Nhật Bản và các công ty đa quốc gia khác hiện đang chuyển lợi nhuận về nước, đây là việc làm định kỳ. Ngoài ra, các nhà đầu tư nước ngoài đang bán cổ phiếu Việt Nam, và việc nhập khẩu sản phẩm xăng dầu tăng trong năm nay do bảo trì một nhà máy lọc dầu lớn trong nước – tất cả những điều này cũng đang gây áp lực lên tỷ giá USD-VND.

Ngoài ra, NHNN đề nghị bán USD cho các ngân hàng trong nước với tỷ giá USD-VND là 25.450 (tương đương VND mất giá 4,9% so với đầu năm), nhưng theo chúng tôi được biết, hệ thống ngân hàng Việt Nam hiện đang nắm giữ một lượng đô la Mỹ dồi dào (tức là các ngân hàng đang nắm USD), nên các ngân hàng chỉ mua vào lượng USD không đáng kể từ NHNN trong tuần này.

Bổ sung điều #2 ở trên, trước đây, NHNN đã tham gia vào các “Giao dịch hối đoái kỳ hạn có thể hủy ngang” đối với USD với các ngân hàng thương mại trong nước, cho phép những ngân hàng đó có quyền lựa chọn mua USD với một tỷ giá trao đổi USD-VND tương đương với tỷ giá tại thời điểm hợp đồng được thỏa thuận. Nói cách khác, các hợp đồng giao dịch hối đoái kỳ hạn có thể hủy ngang của NHNN về cơ bản là quyền chọn bán VND mà NHNN cấp miễn phí cho các ngân hàng thương mại nhằm xoa dịu lo ngại của các ngân hàng về khả năng đồng VND sẽ mất giá.

Lãi suất và đồng VND

Ngoài việc can thiệp trực tiếp vào thị trường ngoại hối (tức là mua hoặc bán USD), các ngân hàng trung ương trên thế giới thường sử dụng lãi suất để bảo vệ giá trị đồng tiền của nước mình. Việt Nam có nhiều chính sách lãi suất phức tạp, nhưng điều quan trọng cuối cùng liên quan đến tỉ giá của VND là lãi suất thực tế mà các ngân hàng đang giao dịch với nhau trên thị trường liên ngân hàng và lãi suất tiền gửi trả cho người tiết kiệm (điều sau là điều quan trọng đối với thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản). Do đó, chúng tôi không kỳ vọng NHNN sẽ chính thức tăng lãi suất điều hành để bảo vệ tỷ giá của VND (như đã làm vào năm 2022) mà sẽ tiếp tục tập trung vào lãi suất liên ngân hàng như những tuần gần đây.

Từ ngày 11/3 đến ngày 19/4, NHNN đã bán 8,3 tỷ USD tín phiếu kho bạc cho các ngân hàng thương mại Việt Nam, nâng lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn (qua đêm) từ 0,7% lên 4%, lên ngang bằng với lãi suất tái cấp vốn hiện nay là 4,5%. Tuần này, NHNN đã nâng lãi suất cho vay OMO 14-ngày thêm 25 điểm cơ bản lên 4,25%, có lẽ cũng là nỗ lực đẩy lãi suất liên ngân hàng lên cao hơn. Lãi suất VND cao hơn khuyến khích các ngân hàng thương mại nắm giữ tiền đồng và không khuyến khích “giao dịch chênh lệch lãi suất” khi các ngân hàng vay VND với lãi suất thấp và chuyển tiền đó thành tiền gửi USD với lãi suất cao.

Cuối cùng, đợt giảm lãi suất tiền gửi ngân hàng Việt Nam kéo dài từ tháng 3 năm 2023 hiện đã kết thúc. Một số ngân hàng gần đây đã tăng lãi suất mà họ trả cho người gửi tiết kiệm và chúng tôi tin rằng lãi suất tiền gửi sẽ cần cao hơn khoảng 50-100 điểm cơ bản vào cuối năm nay để việc dùng tiết kiệm mua vàng (không được hưởng lãi suất) hoặc mua USD để đầu cơ tỷ giá USD-VND bớt phần hấp dẫn.

Thông tin thêm về thị trường USD và vàng tăng mạnh

Tuần trước, Chủ tịch Fed của Mỹ Jerome Powell cho biết cuộc chiến chống lạm phát ở Mỹ đang diễn ra “dài hơn dự kiến”, khiến một số người suy đoán³ rằng Fed sẽ không cắt giảm lãi suất trong năm 2024. Đó là một bước ngoặt lớn so với đầu năm khi kỳ vọng đồng thuận là sẽ có 6 đợt cắt giảm lãi suất của Fed vào năm 2024 và bắt đầu từ tháng Ba. Hơn nữa, nhận xét của Powell, cũng như nhận xét của các quan chức Fed khác, hoàn toàn trái ngược với thông điệp của Ngân hàng Trung ương Châu Âu hai tuần trước rằng họ có thể sẽ bắt đầu cắt giảm lãi suất đồng Euro vào tháng 6.

Sự kết hợp của thông điệp từ các quan chức Fed, số liệu doanh thu bán lẻ của Mỹ tăng mạnh hơn mong đợi (trong cả tháng 2 và tháng 3) và căng thẳng leo thang ở Trung Đông đã giúp nâng tỷ giá USD-JPY lên trên mức tâm lý ‘155’ quan trọng lần đầu tiên sau hơn 34 năm và đẩy tỷ giá USD-VND tăng gần 2% chỉ tính riêng tuần trước. Để đối phó với đồng USD tăng mạnh, chính phủ Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ đã đưa ra tuyên bố chung về việc ổn định tiền tệ. Trong khi đó, Ngân hàng trung ương Indonesia đã tăng lãi suất chính sách thêm 25 điểm cơ bản và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đề nghị bán USD cho các ngân hàng thương mại trong nước như đã đề cập ở trên.

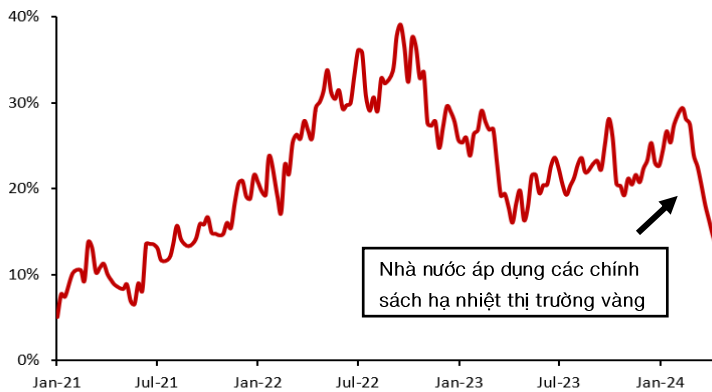
Cuối cùng, căng thẳng địa chính trị leo thang giúp giải thích lý do tại sao vàng và đồng USD đồng loạt tăng giá. Nhưng việc mua vàng của các ngân hàng trung ương (bao gồm cả ngân hàng trung ương của Trung Quốc và các nước ở Trung Đông) là yếu tố chính thúc đẩy giá vàng, cũng như những lo ngại rằng các chính phủ trên thế giới (đặc biệt là ở Mỹ) có khả năng sẽ in tiền để giải quyết gánh nặng nợ khổng lồ của họ (cuộc khủng hoảng trái phiếu chính phủ Anh vào cuối năm 2022 đã khởi động thị trường vàng hiện tại).

Các biện pháp cho thị trường vàng

Chính phủ Việt Nam đã hạn chế nhập khẩu vàng trong hơn một thập kỷ, dẫn đến giá vàng miếng độc quyền của Công ty Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC) thuộc sở hữu nhà nước phát hành luôn giao dịch ở mức cao hơn đáng kể so với giá vàng thế giới. Mức chênh lệch giá vàng miếng SJC gần đây đã tăng lên mức cực cao, như có thể thấy trong biểu đồ bên dưới bên trái, được thúc đẩy bởi các nhà đầu tư trong nước khi tham gia vào thị trường vàng toàn cầu đang đi lên. Ngược lại, giá vàng tăng cao ở Việt Nam là nguyên nhân gây ra việc nhập lậu vàng qua đường biên giới của Việt Nam với Campuchia, vấn đề đã được thảo luận trên báo chí gần đây, như có thể thấy ở hình bên phải dưới đây.

³ <https://www.economist.com/leaders/2024/04/17/americas-interest-rates-are-unlikely-to-fall-this-year>

Chênh lệch giá vàng Việt Nam (Vàng miếng SJC)



Nguồn: sjc.com.vn, Vietcombank, Bloomberg, VinaCapital

Nhập lậu vàng đã tăng mạnh



Việc nhập khẩu vàng không chính thức sẽ rút USD ra khỏi đất nước, điều này được ghi nhận tại mục “Lỗi và sai sót” trong cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam (mục lỗi và sai sót của Việt Nam là khoảng 4%/GDP vào năm 2023, theo NHNN). NHNN gần đây đã thông báo sẽ mở phiên bán đấu giá vàng (là một phần dự trữ ngoại hối của Việt Nam) và cho tín hiệu rằng có thể tiếp tục chính thức nhập khẩu vàng vào Việt Nam lần đầu tiên sau 11 năm. Những thông báo này, cùng với một số biện pháp khác, ít tác động hơn, đã giúp giảm chênh lệch giá vàng SJC trở lại mức khoảng 15% (tuy vẫn còn khá cao, so với mức trước đây).

Chúng tôi thấu hiểu trước tình thế hiện tại của NHNN. Lượng vàng cần nhập khẩu để giảm mức chênh lệch giá vàng Việt Nam cũng sẽ tác động đáng kể đến dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, khi giá vàng ở Việt Nam cao hơn đáng kể so với giá vàng thế giới, việc nhập lậu vàng sẽ diễn ra và gián tiếp rút USD ra khỏi nền kinh tế Việt Nam.

Tác động của việc đồng VND mất giá lên thị trường đầu tư

Chúng tôi đã đề cập ở trên rằng việc đồng VND mất giá có thể dẫn đến lãi suất tiền gửi ngân hàng ở Việt Nam tăng khoảng 100 điểm cơ bản vào cuối năm nay. Lãi suất tiền gửi cao hơn tăng sự hấp dẫn của việc gửi tiền vào ngân hàng hơn là vào thị trường chứng khoán. Lãi suất huy động cao hơn cũng dẫn đến lãi suất cho vay cao/chi phí vốn cao hơn đối với các công ty, làm giảm lợi nhuận của công ty. Do đó, lãi suất cao hơn thường ảnh hưởng xấu tới thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên, áp lực mất giá hiện nay của VND - đang gây áp lực tăng lãi suất VND - chủ yếu là do sức mạnh kinh tế Mỹ và nền kinh tế mạnh mẽ của Mỹ đang thúc đẩy xuất khẩu và tăng trưởng GDP của Việt Nam. Vì lý do đó, chúng tôi không quá lo ngại rằng lãi suất tiền gửi tăng 100 điểm cơ bản ở Việt Nam sẽ có tác động lớn đến nền kinh tế, đến tăng trưởng lợi nhuận (chúng tôi vẫn kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 20% vào năm 2024) và/hoặc đến thị trường chứng khoán trong năm nay.

Hơn nữa, lãi suất sắp tăng ở Việt Nam thực sự đang hỗ trợ sự phục hồi của thị trường bất động sản Việt Nam bằng cách thúc đẩy những khách hàng tiềm năng mua bất động sản sớm để tranh thủ mức lãi suất cho vay thấp hiện tại. Hầu hết các khoản thế chấp ở Việt Nam là các khoản vay có lãi suất thả nổi 15 năm, nhưng hiện tại có thể khóa lãi suất thấp tới 6% trong hai năm đầu tiên của khoản vay (hoặc 7% trong ba năm đầu tiên), và hầu hết người mua triển vọng không mong đợi mức lãi suất thấp đó sẽ kéo dài lâu hơn nữa.

Cuối cùng, chúng tôi cũng lưu ý rằng lãi suất Mỹ “cao hơn trong thời gian dài hơn” có thể đang củng cố nền kinh tế Mỹ⁴ thay vì làm suy yếu nền kinh tế Mỹ như dự kiến. Nghịch lý này bắt nguồn từ thực tế là những người tiết kiệm ở Mỹ (đặc biệt là “Baby Boomers”) đang kiếm được lãi suất đáng kể từ khoản tiết kiệm của họ lần đầu tiên sau nhiều năm và họ đang *chi tiêu* khoản thu nhập bất ngờ đó. Do đó, lãi suất cao hơn của Mỹ là con dao hai lưỡi đối với Việt Nam; Áp lực giảm giá của VND đang gây áp lực lên lãi suất của Việt Nam, nhưng nền kinh tế mạnh mẽ của Mỹ cũng đang thúc đẩy sự phục hồi trong xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ từ mức giảm 21% so với cùng kỳ trong quý 1 năm 2023 lên mức tăng 26% trong quý 1 năm 2024.

Kết luận

Tỷ giá USD-VND tăng hơn 4% so với đầu năm, mức mà Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thường thực hiện các hành động cụ thể để củng cố VND (mức mất giá tối đa của VND trong 8 năm dương lịch qua là 3,5%). Sự mất giá của tiền đồng là do đồng đô la Mỹ tăng giá mạnh một cách bất ngờ và do người tiết kiệm trong nước mua vàng, mặc dù thặng dư thương mại dồi dào của Việt Nam và dòng vốn FDI đã hỗ trợ tỉ giá của đồng VND.

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi ở Việt Nam, vốn đã giảm kể từ đầu năm 2023, sẽ tăng trở lại khoảng 50-100 điểm cơ bản vào cuối năm nay. **Mức tăng đó dường như sẽ không gây tác động lớn đến thị trường chứng khoán, nhưng chúng tôi kỳ vọng người mua bất động sản sẽ quyết định nhanh chóng để tranh thủ lãi suất mua nhà thấp ở mức hiện tại, tiếp thêm động lực cho sự phục hồi bất động sản còn non trẻ tại Việt Nam./.**

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

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-16/booming-us-economy-inspires-radical-theory-on-wall-street>

PHÂN TÍCH CỦA CHUYÊN GIA KINH TẾ

Ngày 26 tháng 04, 2024



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.