

Cập nhật vĩ mô

17/06/2022

Cập nhật vĩ mô

Lộ trình tăng lãi suất của FED sẽ nhanh và mạnh mẽ hơn

- FED đã tăng lãi suất điều hành thêm 0,75% trong cuộc họp mới đây và dự báo lãi suất điều hành có thể tăng lên 3,1-3,6% vào cuối năm 2022.
- Tuy nhiên mức tăng này là phù hợp với kỳ vọng của thị trường. Hầu hết các thị trường đều có phản ứng tích cực với sau thông tin trên.
- Dự địa để NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế đang dần thu hẹp.

Chính sách thắt chặt sẽ nhanh hơn và mạnh hơn về cuối năm

Tại cuộc họp ngày 14-15/06/2022, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 75 điểm cơ bản lên biên độ mới từ 1,5% đến 1,75%. Về lộ trình tăng lãi suất tiếp theo, các thành viên FOMC dự báo lãi suất điều hành có thể tăng lên mức 3,1-3,6% vào cuối năm 2022 và lên 3,6-4,1% vào năm 2023. FED cũng cho biết sẽ giữ nguyên lộ trình thu hẹp quy mô bảng cân đối kế toán kể từ tháng 6/2022, bắt đầu với 47,5 tỷ USD mỗi tháng (30 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 17,5 tỷ USD chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp), sau ba tháng sẽ là 95 tỷ USD mỗi tháng (60 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 35 tỷ USD chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp)

FED nâng dự báo về lạm phát và hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ

Các thành viên FOMC cũng đã cắt giảm dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ trong năm 2022 và 2023 xuống còn 1,7% mỗi năm, từ mức lần lượt là 2,8% và 2,2% được đưa ra hồi tháng 3. Dự báo lạm phát năm 2022 được nâng lên mức 5,2% cho năm 2022 từ mức dự báo trước đó là 4,3% và lạm phát cơ bản (không bao gồm chi phí thực phẩm và năng lượng), được dự báo ở mức 4,3%, tăng 0,2% so với dự báo trước đó. Tuy nhiên, FED kỳ vọng lạm phát tại Mỹ sẽ giảm mạnh trong năm 2023, xuống 2,6% đối lạm phát tổng thể và 2,7% đối với lạm phát lõi, gần như không đổi so với dự báo từ tháng 3.

Dự địa để NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng đang dần thu hẹp

Tuy vậy, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ nỗ lực duy trì chính sách tiền tệ “phù hợp”, chưa vội thắt chặt chính sách ngay để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi và ổn định thị trường vì: (1) Mặc dù áp lực lạm phát trong nước dự kiến sẽ gia tăng trong những tháng tới, nhưng chỉ số giá tiêu dùng bình quân nửa đầu năm 2022 dự báo ở mức 2,5% svck, vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 4%. (2) Nhu cầu trong nước vẫn yếu và chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch và (3) NHNN vẫn ưu tiên mục tiêu duy trì lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế phục hồi. Đối với lãi suất điều hành, nếu có bất kỳ đợt tăng nào trong năm nay thì khả năng cao sẽ diễn ra vào quý 4/2022 và mức tăng (nếu có) sẽ hạn chế, khoảng 0,25-0,5%.

Hình 1: Diễn biến của một số thị trường chứng khoán và hàng hóa sau khi FED tăng lãi suất

	Tăng giảm phiên trước	Tăng giảm phiên sau	Mức đóng cửa gần nhất	Tăng giảm từ đầu năm
Việt Nam	-1,3%	1,9%	1.237	-17,5%
Mỹ	-0,4%	1,5%	3.790	-20,5%
Thái Lan	-0,6%	-1,2%	1.575	-5,0%
Singapore	0,9%	0,0%	1.337	-15,5%
Thượng Hải	1,3%	-0,7%	4.250	-14,0%
Hồng Kong	1,1%	-2,2%	20.845	-10,9%
Hàn Quốc	-1,8%	0,2%	2.451	-17,7%
Nhật Bản	-1,1%	0,4%	26.431	-8,2%
Giá dầu Brent (USD/thùng)	-2,2%	0,5%	119	53,1%
Giá Vàng (USD/ounce)	1,4%	-0,1%	1.833	0,2%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích



Đinh Quang Hình

hinh.dinh@vndirect.com.vn

LỘ TRÌNH TĂNG LÃI SUẤT CỦA FED SẼ NHANH VÀ MẠNH MỀ HƠN

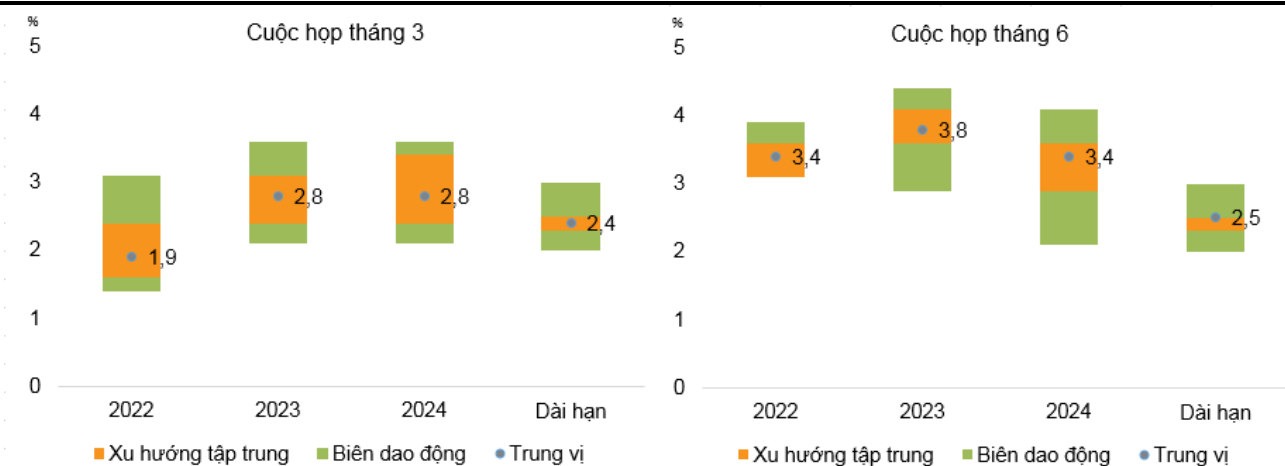
FED: mức tăng lãi suất mạnh nhất kể từ tháng 11/1994 đồng thời nâng dự báo về lạm phát và hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ

Tại cuộc họp ngày 14-15/06/2022, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 75 điểm cơ bản lên biên độ mới từ 1,5% đến 1,75%. Quyết định tăng thêm 0,75% đánh dấu mức tăng mạnh nhất được thực hiện trong một cuộc họp duy nhất kể từ tháng 11/1994. Về lộ trình tăng lãi suất tiếp theo, các thành viên FOMC dự báo lãi suất điều hành có thể tăng lên mức 3,1-3,6% vào cuối năm 2022 (cao hơn 1,5% so với ước tính hồi tháng 3) và lên 3,6-4,1% vào năm 2023 (cao hơn 1% so với dự báo trước đó).

Về kỳ vọng thị trường, theo khảo sát của CME Group, lãi suất điều hành của FED có thể tăng lên mức khoảng 3,75-4,0% (mức bình quân các dự báo) vào cuối năm 2022, nhỉnh hơn một chút so với kịch bản của FED.

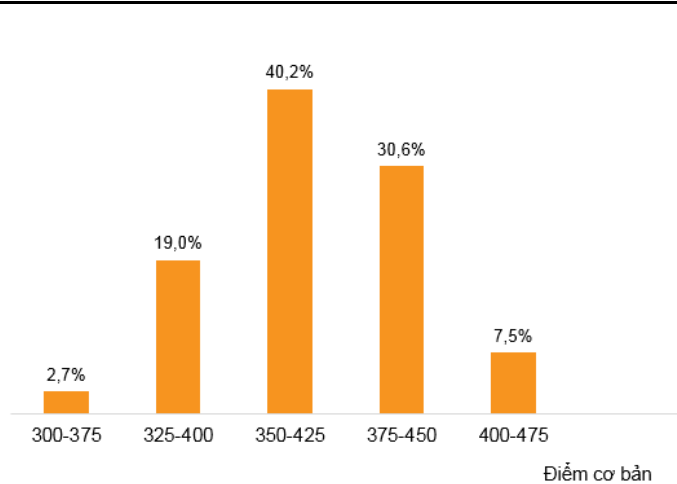
FED cũng cho biết sẽ giữ nguyên lộ trình thu hẹp quy mô bảng cân đối kế toán kể từ tháng 6/2022, bắt đầu với 47,5 tỷ USD mỗi tháng (30 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 17,5 tỷ USD chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp), sau ba tháng sẽ là 95 tỷ USD mỗi tháng (60 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 35 tỷ USD chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp).

Hình 2: Biểu đồ thể hiện dự báo lãi suất điều hành của các thành viên thị trường mở FOMC trong 2 cuộc họp gần nhất



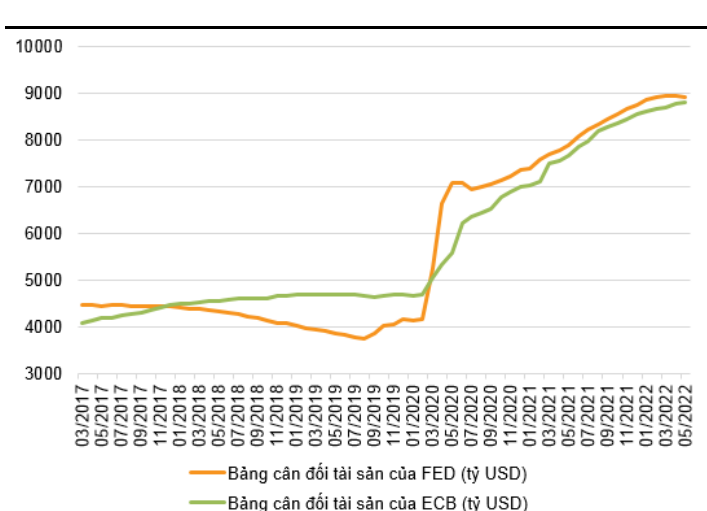
Nguồn: FED, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Khảo sát thị trường về lãi suất điều hành của FED vào kỳ họp tháng 12/2022



Nguồn: CME GROUP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Quy mô bảng cân đối kế toán của FED và ECB (%)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Các thành viên FOMC cũng đã cắt giảm dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ trong năm 2022 và 2023 xuống còn 1,7% mỗi năm, từ mức lần lượt là 2,8% và 2,2% được đưa ra hồi tháng 3. Dự báo lạm phát năm 2022 được nâng lên mức 5,2% cho năm 2022 từ mức dự báo trước đó là 4,3% và lạm phát cơ bản (không bao gồm chi phí thực phẩm và năng lượng), được dự báo ở mức 4,3%, tăng 0,2% so với dự báo trước đó. Tuy nhiên, FED kỳ vọng lạm phát tại Mỹ sẽ giảm mạnh trong năm 2023, xuống 2,6% đối lạm phát tổng thể và 2,7% đối với lạm phát lõi, gần như không đổi so với dự báo từ tháng 3.

Năm tác động lớn từ chính sách của FED đến nền kinh tế Việt Nam

Thứ nhất, tình hình tài chính toàn cầu thắt chặt hơn làm giảm triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế thế giới, dẫn đến nhu cầu đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam thấp hơn. Việc Fed thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ làm tăng lãi suất cho vay (bằng đồng USD) từ đó làm giảm nhu cầu tiêu dùng của người dân cũng như làm suy yếu nhu cầu mở rộng đầu tư của các doanh nghiệp. Do đó, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam có thể sẽ chậm lại trong những quý tới do người tiêu dùng tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt như Mỹ và châu Âu thắt chặt chi tiêu.

Thứ hai, lãi suất huy động (bằng VND) chịu áp lực tăng trong những tháng cuối năm. Tính đến cuối tháng 5/2022, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh không đổi so với mức cuối năm 2021 (xem Hình 6) trong khi lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng tư nhân lần lượt tăng 20 điểm cơ bản và 23 điểm cơ bản so với mức cuối năm 2021. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục tăng từ giờ đến cuối năm 2022 do lãi suất USD tăng và áp lực lạm phát tại Việt Nam tăng cao trong những quý tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng sẽ không lớn với dự báo lãi suất từ nay tới cuối năm tăng thêm khoảng 30-50 điểm cơ bản. Chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại có thể tăng lên 6,0-6,2%/năm vào cuối năm 2022 (hiện ở mức bình quân là 5,7%/năm), vẫn thấp hơn so với mức trước đại dịch là 7,0%/năm.

Thứ ba, lãi suất USD tăng gây áp lực lên nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của Chính phủ và doanh nghiệp Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, nợ nước ngoài của Việt Nam chiếm 39% GDP vào cuối năm 2021. Trong bối cảnh thanh khoản trên thị trường tài chính quốc tế thắt chặt hơn, Chính phủ và các doanh nghiệp Việt Nam sẽ khó huy động vốn trên thị trường quốc tế và phải chịu lãi suất cao.

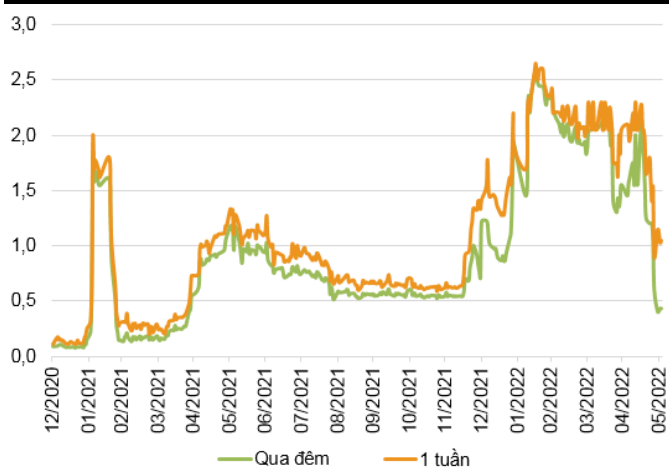
Thứ tư, về lý thuyết, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) có thể bị tác động tiêu cực bởi “taper tantrum”. Tuy vậy, TTCK Việt Nam cũng đã chứng kiến một đợt giảm điểm mạnh trong hai tháng qua, kéo mặt bằng định giá các chỉ số chứng khoán về vùng hấp dẫn khi so sánh với lịch sử và các thị trường chứng khoán trong khu vực. Định giá hấp dẫn sẽ kích thích dòng vốn ngoại đổ vào TTCK Việt Nam và phần nào giảm thiểu tác động của “taper tantrum”.

Thứ năm, đồng USD mạnh gây áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam. Vào ngày 14/06/2022, chỉ số đồng USD (đo sức mạnh của đồng USD so với rổ tiền tệ) đạt 104,7 điểm, mức cao trong vòng 20 năm qua. Đồng USD mạnh kéo tỷ giá USD/VND tăng 1,7% kể từ đầu năm. Tuy nhiên, VND vẫn là một trong những đồng tiền ổn định nhất khu vực.

Chúng tôi thấy rằng các yếu tố cơ bản để giữ cho VND ổn định trong những năm gần đây vẫn được duy trì, bao gồm thặng dư thương mại cải thiện và dự trữ ngoại hối cao. Chúng tôi kỳ vọng thặng dư thương mại tăng lên mức 7,2 tỷ USD trong năm 2022 từ mức 3,3 tỷ USD trong năm 2021. Thặng dư tài khoản vãng lai dự báo tăng lên mức 1,4% GDP vào năm 2022, từ mức thâm hụt 0,3% GDP vào năm 2021. Chúng tôi cũng kỳ vọng dự trữ ngoại hối của Việt Nam đạt 122,5 tỷ USD vào cuối năm 2022 (tương đương 3,9 tháng nhập khẩu). Bên cạnh đó, giải ngân FDI tăng trưởng ổn định và nguồn kiều hối dồi dào cũng

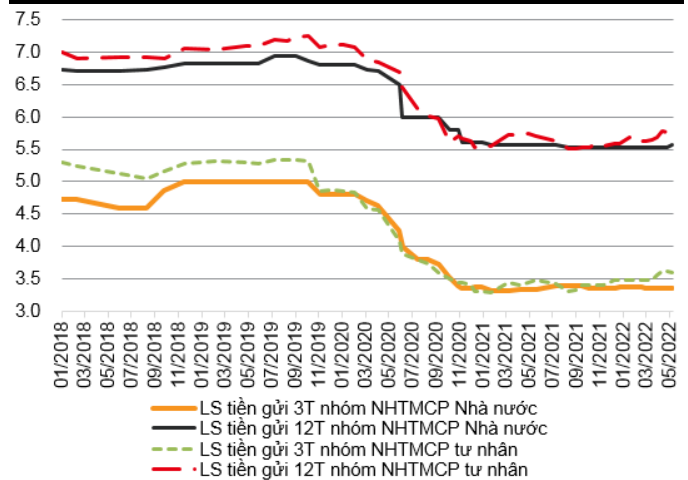
góp phần ổn định thị trường ngoại hối. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND tăng không quá 2% trong cả năm 2022.

Hình 5: Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm trong T5/22 (%)



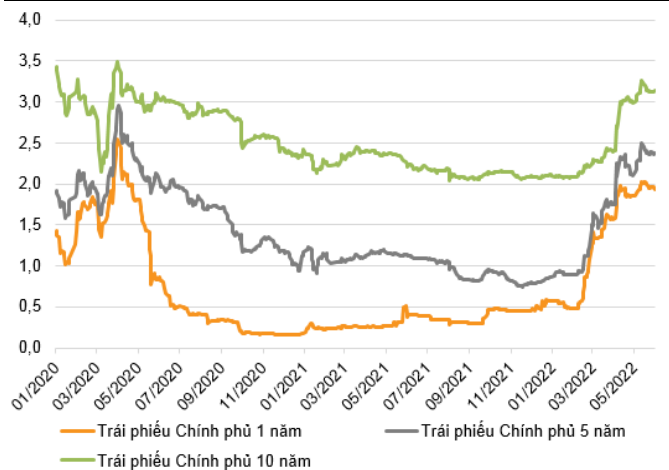
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Lãi suất huy động tăng nhẹ trong T5/22 (%)



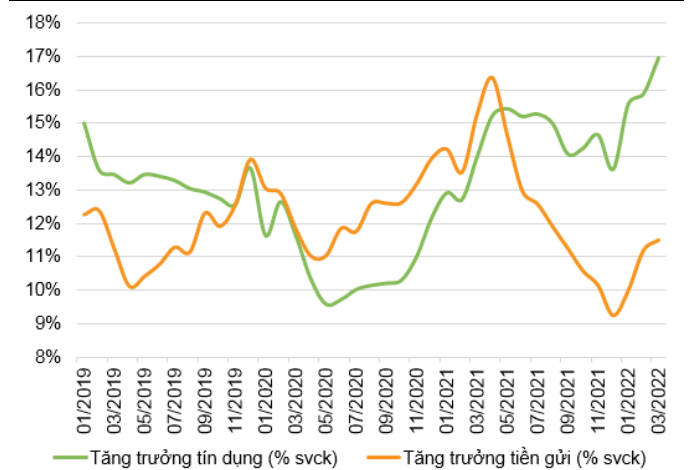
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Lợi tức TPCP của Việt Nam lên mức cao nhất trong 2 năm (%)



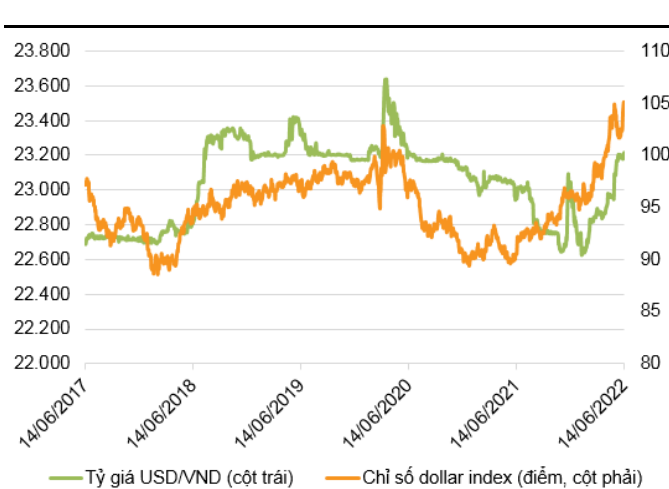
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi phục hồi trong Q1/22



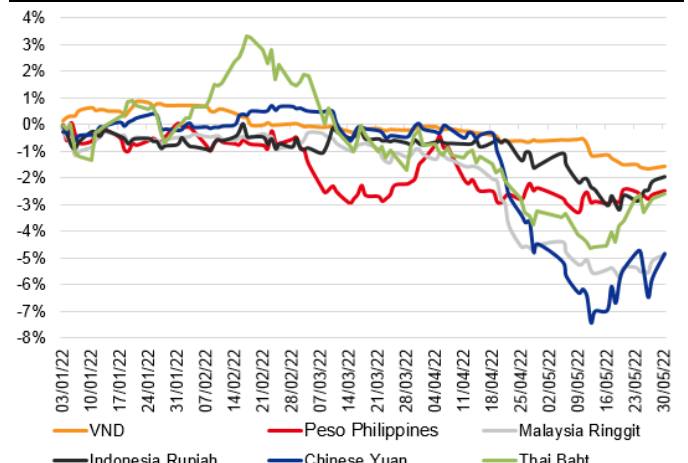
Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Chỉ số đồng đô la Mỹ đạt mức cao nhất trong 20 năm



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Tiền Đồng mất giá so với đồng đô la ít hơn so với các đồng tiền khác trong khu vực



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Dự địa để NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế đang dần thu hẹp

Với việc FED đẩy nhanh lộ trình tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát, chúng tôi cho rằng dự địa để NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng đang ngày một thu hẹp. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ nỗ lực duy trì chính sách tiền tệ “phù hợp”, chưa vội thắt chặt chính sách ngay để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi và ổn định thị trường vì (1) Mặc dù áp lực lạm phát trong nước dự kiến sẽ gia tăng trong những tháng tới, nhưng chỉ số giá tiêu dùng bình quân nửa đầu năm 2022 dự báo ở mức 2,5% svck, vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 4% svck (2) Nhu cầu trong nước vẫn yếu và chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch và (3) NHNN vẫn ưu tiên mục tiêu duy trì lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế phục hồi.

Đối với lãi suất điều hành, nếu có bất kỳ đợt tăng nào trong năm nay thì khả năng cao sẽ diễn ra vào quý 4/2022 và mức tăng (nếu có) sẽ hạn chế, khoảng 0,25-0,5%. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ cho phép tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế. Dòng vốn tín dụng sẽ được ưu tiên cho lĩnh vực sản xuất và dịch vụ, đặc biệt là các lĩnh vực ưu tiên như công nghiệp, xuất nhập khẩu, nông, lâm, thủy sản. Ngoài ra, NHNN sẽ kiểm soát kỹ dòng vốn tín dụng vào các lĩnh vực rủi ro cao như bất động sản, chứng khoán và các dự án BOT (Xây dựng-Kinh doanh-Chuyên giao). Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tăng trưởng tín dụng duy trì mức cao 14% svck trong năm 2022.

Về lãi suất cho vay, NHNN đang triển khai gói cấp bù lãi suất với tổng quy mô lên tới 43.000 tỷ đồng (bao gồm gói cấp bù lãi suất 40.000 tỷ được Quốc hội thông qua hồi đầu năm). Các gói hỗ trợ lãi suất tập trung vào các đối tượng ưu tiên, bao gồm (1) doanh nghiệp nhỏ và vừa, (2) doanh nghiệp tham gia một số của các dự án trọng điểm quốc gia, và (3) kinh doanh trong một số ngành nhất định (du lịch, hàng không, giao thông vận tải). Chúng tôi kỳ vọng rằng gói cấp bù lãi suất có thể giúp giảm mặt bằng lãi suất cho vay trung bình từ 20-40 điểm cơ bản trong năm 2022. Tuy nhiên, tác động thực tế của gói cấp bù lãi suất đối với doanh nghiệp và nền kinh tế có thể thấp hơn nếu các ngân hàng thương mại tăng lãi suất cho vay đối với các khoản vay thông thường khác để bù đắp việc tăng lãi suất huy động.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – Chuyên viên Phân tích

Email: hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>