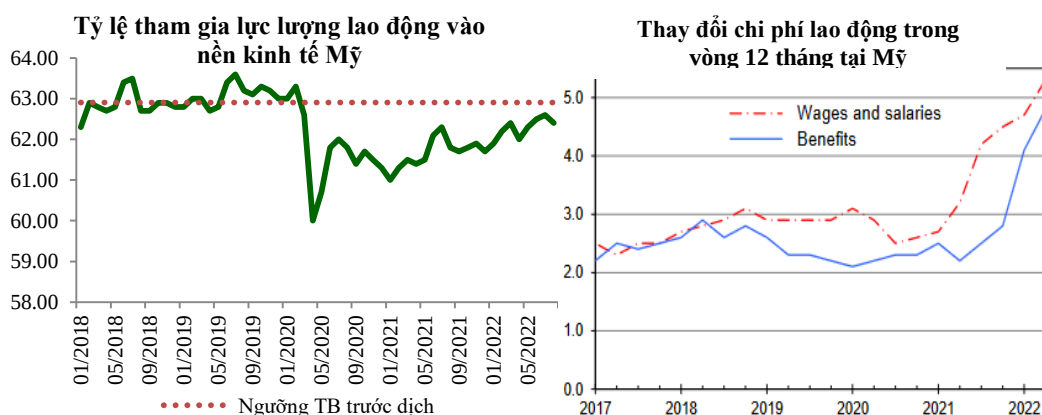


Ngày 22 tháng 9 năm 2022

PHẦN I. BỐI CẢNH THẾ GIỚI

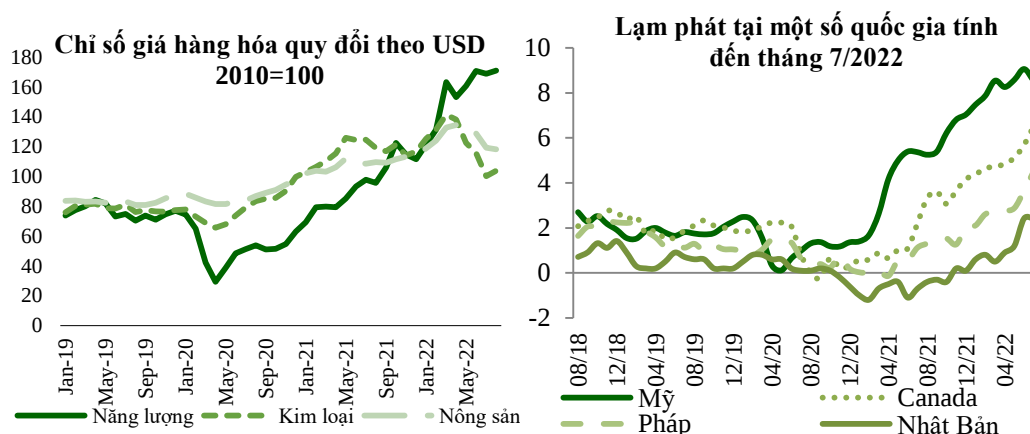
Lạm phát từ cú sốc cung có tín hiệu chuyển sang vòng xoáy tiền lương-giá cả.

Với các chính sách kích thích kinh tế và tài khóa mạnh trong giai đoạn đại dịch, tổng cầu của nền kinh tế Mỹ được hỗ trợ mạnh và hồi phục nhanh sau dịch. Tuy nhiên lực lượng lao động Mỹ lại không trở lại thị trường thể hiện qua tỷ lệ participation rate vẫn thấp so với thời điểm trước dịch. Hiện tượng này không diễn ra tại châu Âu hay các quốc gia đang phát triển khác. Do đó, chi phí lao động tăng tại Mỹ và lý giải quyết định tăng lãi suất mang tính “điều hâu” của Fed giai đoạn đầu 2022 so với mặt bằng chung về chính sách các NHTW khác trên thế giới.



Nguồn: CEIC, US department of Labor, VCBS tổng hợp

Từ tháng 2/2022, áp lực lạm phát đặc biệt tại khu vực châu Âu gia tăng với cú sốc cung đi kèm với gián đoạn chuỗi cung ứng. Theo báo cáo cập nhật triển vọng thị trường hàng hóa tháng 4 của Ngân hàng Thế giới (WB), xung đột tại Ukraine tạo ra cú sốc lớn với thị trường hàng hóa, làm thay đổi mô hình sản xuất, thương mại và tiêu dùng toàn cầu và khiến mặt bằng giá cả hàng hóa duy trì ở mức cao tới năm 2024.

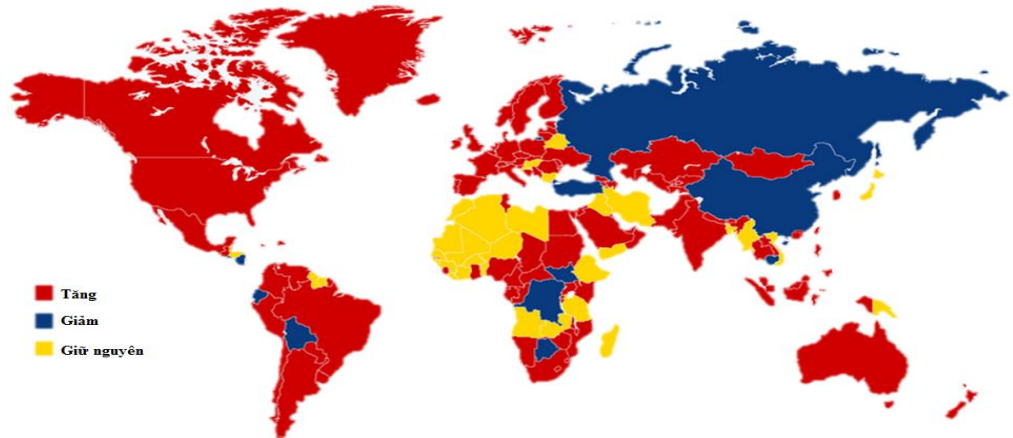


Nguồn: WB, Bloomberg, VCBS Research

Các NHTW buộc phải tăng lãi suất quyết liệt cho tới khi có tín hiệu chắc chắn về chấm dứt lạm phát.

Các ngân hàng trung ương hy vọng rằng việc tăng lãi suất nhanh hơn có thể đảm bảo rằng lạm phát cao sẽ không kéo dài. Nhưng tốc độ tăng lãi suất nhanh chóng có thể sẽ gây ra một cú sốc tăng trưởng, làm tăng nguy cơ suy thoái.

Thay đổi lãi suất điều hành các NHTW tới 09/2022 (so với cuối năm 2021)



Nguồn: Statista

Giai đoạn này, chính sách tiền tệ thắt chặt trở nên khá rõ nét ở các NHTW lớn đặt ra bài toán về lãi suất tăng trong dài hạn trên phạm vi toàn cầu. Theo đó, các NHTW cần đảm bảo mục tiêu liên quan đến lạm phát và sự cân đối trong tương quan về chính sách tiền tệ so với các NHTW khác. **Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. VCBS đánh giá trong giai đoạn này ưu tiên hàng đầu về chính sách của Việt Nam là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô khi các yếu tố bất định gia tăng.**

Fed quyết định tăng lãi suất 75 bps, lần thứ ba liên tiếp. Đồng thời, Fed ra thông điệp về việc sẽ không giảm lãi suất.

Ngày 21/9 (rạng sáng 22/9 theo giờ Việt Nam), Ngân hàng Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã công bố quyết định tăng lãi suất 75 bps, lần thứ ba liên tiếp. FED phát đi tín hiệu sẽ tăng lãi suất lên mức 4,25%-4,5% vào cuối năm nay trước khi đạt mức đỉnh 4,5%-4,75% vào cuối năm 2023. Đáng chú ý, **Fed cũng phát đi tín hiệu về việc sẽ không giảm lãi suất.**

Đối với triển vọng nền kinh tế, Fed dự báo mức tăng trưởng nhẹ của tiêu dùng và sản xuất và dự báo cập nhật cho thấy nền kinh tế tăng trưởng 0,2% trong năm 2022 và sau đó tăng lên 1,2% cho năm 2023- dưới mức sản lượng tiềm năng của nền kinh tế. Tỷ lệ thất nghiệp dự báo tăng nhẹ so với mức 3,7% của hiện tại đạt 3,8% kết thúc năm 2022 và tăng lên 4,4% vào năm 2023.

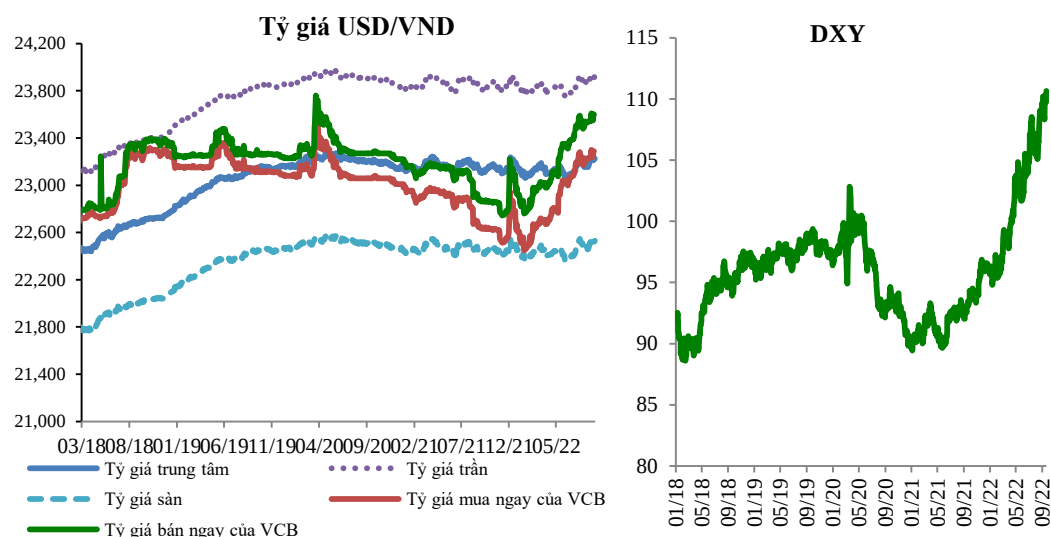
Xét về mặt kỳ vọng dài hạn, lãi suất kỳ vọng tiếp tục được đẩy tăng ở mức cao hơn tạo ra rủi ro điều chỉnh đối với các thị trường tài sản rủi ro như cổ phiếu- thị trường có mức tham chiếu theo lợi suất dài hạn. Sau quyết định trên lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn trên 2Y ghi nhận mức tăng trên 4%, **đồng bạc xanh ghi nhận mức tăng hơn 1% so với giờ tiền tệ và nối dài xu hướng mạnh lên của đồng USD.**

PHẦN II. DIỄN BIẾN TRONG NƯỚC

Tỷ giá bất tăng do chịu áp lực thế giới và bối cảnh nội tại.

Trong giai đoạn Fed liên tục tăng lãi suất, chỉ số tăng sức mạnh USD (DXY) liên tục tăng vượt đỉnh trong thời gian qua. **Do đó, USD lên giá và duy trì sức mạnh tương đối so với các đồng tiền khác, và VND cũng không phải là ngoại lệ.**

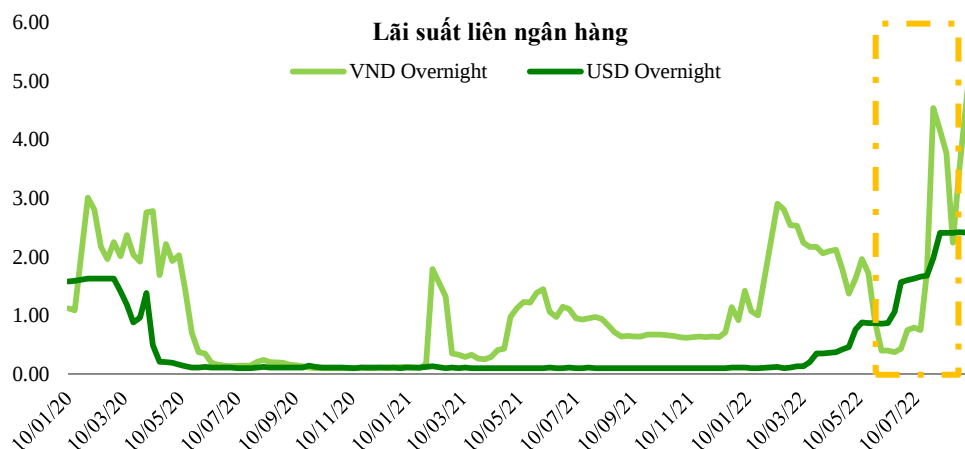
Trong khi đó, nguồn cung ngoại tệ có diễn biến không quá thuận lợi so với các năm trước, đặt trong bối cảnh Việt Nam nhập khẩu hàng hóa nguyên liệu trong giai đoạn giá cả tăng cao.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Mặt bằng lãi suất chịu áp lực tăng ghi nhận rõ nét nhất đối với thị trường liên ngân hàng và lãi suất huy động.

Trước các rủi ro bất định gia tăng, mặt bằng lãi suất chịu áp lực tăng trên cả thị trường 1 và thị trường 2 ghi nhận rõ nét nhất đối với thị trường liên ngân hàng và lãi suất huy động. Có thể thấy giai đoạn này thanh khoản thị trường liên ngân hàng không còn dồi dào so với giai đoạn trước.

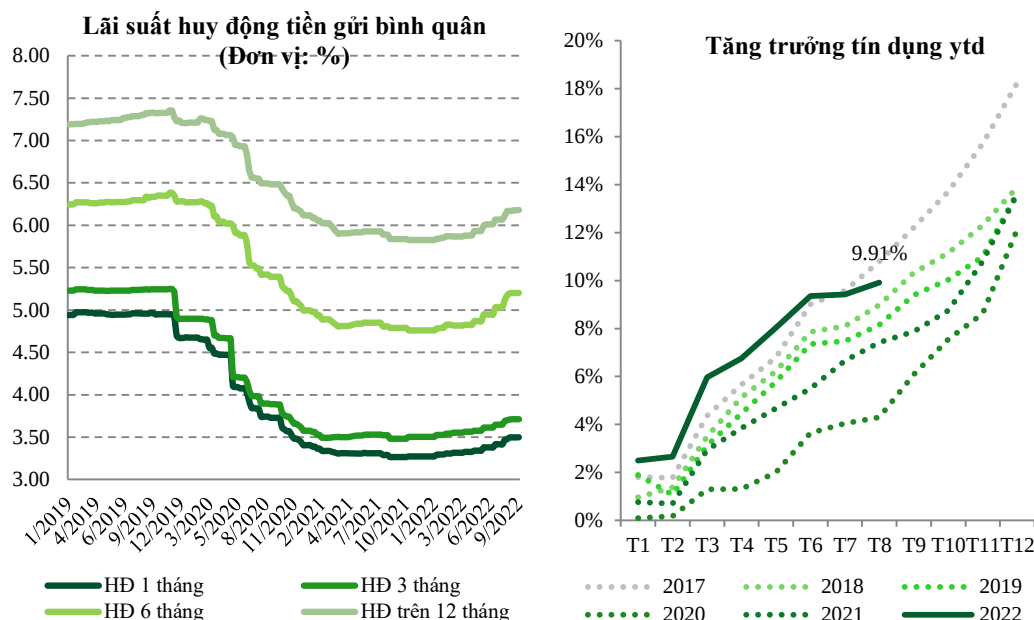


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Cùng lúc, nền kinh tế ghi nhận thách thức ổn định vĩ mô: áp lực tỷ giá chưa thể sớm hạ nhiệt, lạm phát kỳ vọng ở mức cao trong dài hạn khiến nhà điều hành tiếp tục có động thái thận trọng. Với ưu tiên chính sách hàng đầu là duy trì các yếu tố ổn định (kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá), NHNN không thể quá mạnh tay trong việc duy trì trạng thái thanh khoản dồi dào, **nhằm mục tiêu giảm sức hấp dẫn với việc nắm giữ đồng USD.**

Lãi suất huy động đã tăng 90 – 110 điểm cơ bản, phần nào thể hiện nhu cầu thanh khoản của các NHTM đã có thay đổi đáng kể so với giai đoạn dịch bệnh.

Tính trung bình, lãi suất huy động đã tăng 90 – 110 điểm cơ bản, phần nào thể hiện nhu cầu thanh khoản của các NHTM đã có thay đổi đáng kể so với giai đoạn dịch bệnh. Cụ thể, tính đến ngày 26/8, tín dụng toàn nền kinh tế tăng 9,91% so với cuối năm 2021- mức tăng cao so với cùng kỳ nhiều năm trở lại đây trong khi tăng trưởng huy động chỉ đạt hơn 4%. Thực tế này có thể được ký giải do nhu cầu tín dụng phục vụ sản xuất kinh doanh sau dịch. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng của LSHĐ cũng được xem là phản ứng hợp lý khi mặt bằng lãi suất ở nhiều quốc gia đang trong xu hướng tăng.



Nguồn: Các NHTM, CEIC, VCBS tổng hợp

Giai đoạn vừa qua, nhà điều hành đã có những lựa chọn hợp lý.

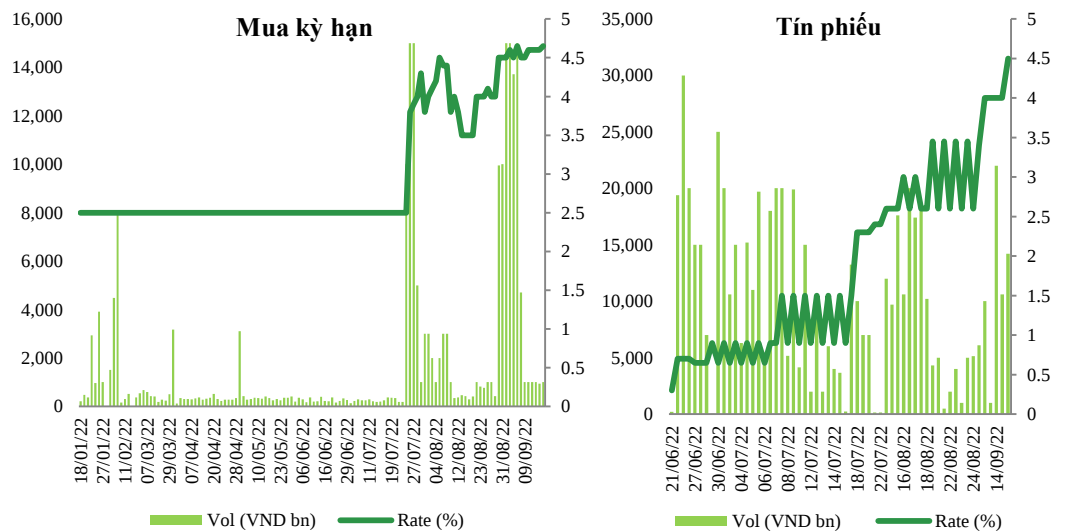
Trước bối cảnh tỷ giá liên tục chịu áp lực tăng, NHNN từ đầu năm tới nay đã nâng dần giá bán ngoại tệ, cũng như thay đổi phương thức bán ngoại tệ phù hợp. Với động thái này, NHNN vẫn đang cho thấy những điều chỉnh kịp thời nhanh chóng, nhằm đảm bảo nguồn cung trên thị trường ngoại hối, góp phần giảm áp lực lạm phát và tỷ giá.

	Trước 11/05	11/05	04/07	07/09
Giá bán	23.050	23.250	23.400	23.700
Hợp đồng	Bán kỳ hạn được hủy ngang	Bán kỳ hạn không được hủy ngang	Giao ngay	Giao ngay

Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Đặc biệt, đứng trước nhiều rủi ro và yếu tố bất định gia tăng, **nhà điều hành đã lựa chọn phương án duy trì mức thanh khoản vừa phải trên thị trường liên ngân hàng, đảm bảo hài hoà tăng trưởng tín dụng** với các mục tiêu điều hành kinh tế vĩ mô trong khi vẫn quản lý sát sao, chặt chẽ vấn đề dịch chuyển vốn, tiền tệ sang thị trường bất động sản hay các thị trường khác. Theo đó, các rủi ro mang tính chất địa chính trị đi kèm với xu hướng trung hoà dần chính sách tiền tệ nói lỏng trên thế giới là các yếu tố chính tạo nên mặt bằng lợi suất liên ngân hàng cao hơn so với cùng kỳ. Cho đến thời điểm này lựa chọn NHNN vẫn đang cho thấy sự hợp lý, linh hoạt nhất định trong bối cảnh tình hình chung trên thế giới đặc biệt là lạm phát kỳ vọng vẫn ở mức cao.

Kết quả đấu thầu thị trường mở



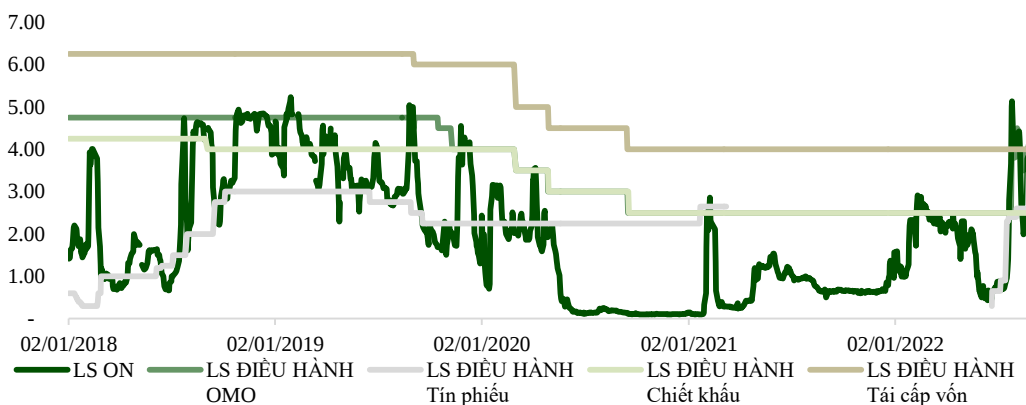
Nguồn: SBV, VCBS tổng hợp

PHẦN III. DỰ BÁO GIAI ĐOẠN TỚI

Trong giai đoạn tiếp theo, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục các bước điều chỉnh linh hoạt, theo sát diễn biến thị trường.

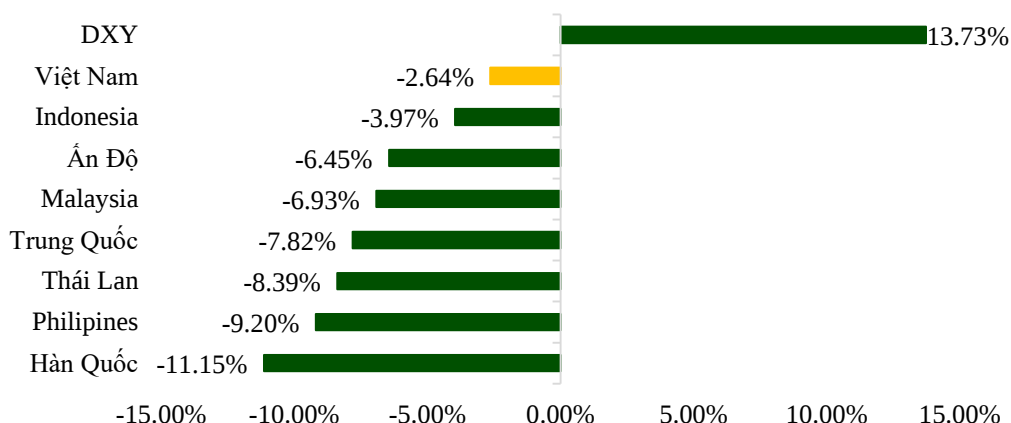
Diễn biến trên thị trường tài chính gần đây vẫn thể hiện sự kém lạc quan khi trong suốt 2 tháng gần đây NHNN đã và đang phải sử dụng kết hợp nhiều công cụ cả tỷ giá và lãi suất nhằm đảm bảo các cân đối vĩ mô và thanh khoản trên thị trường tài chính. Sau khi Fed có nhưng đánh giá lại về kỳ vọng lãi suất điều hành cho năm 2023, VCBS cho rằng động thái hợp lý NHNN sẽ là điều chỉnh linh hoạt hơn nữa bao gồm (1) tăng lãi suất điều hành để tránh tạo ra khoảng cách quá lớn trong điều hành so với mặt bằng chung xu hướng của nhiều quốc gia lớn trên thế giới. **Điều này đã hiện thực hóa ngày 22/9 khi NHNN công bố tăng lãi suất điều hành với mức tăng 1%, có hiệu lực từ ngày 23/09.** Cụ thể:

- Lãi suất tối đa áp dụng với tiền gửi không kỳ hạn và kỳ hạn dưới 1 tháng là 0,5%/năm (+30bps).
- Lãi suất 1 tháng đến dưới 6 tháng là 5%/năm (+100bps)
- Lãi suất tái chiết khấu: 3,5% /năm (+100bps)
- Lãi suất tái cấp vốn: 5%/năm (+100bps)
- Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN với TCTD, chi nhánh NH nước ngoài: 6%/năm.



Nguồn: SBV, VCBS tổng hợp.

(2) cân nhắc tăng tỷ giá trung tâm, và tăng giá bán ngoại tệ với mức giảm giá phù hợp của VND ~3%-4% phù hợp diễn biến thị trường ngoại hối. Cũng cần lưu ý thêm ở thời điểm này, mức giảm giá của VND so với nhiều quốc gia khác vẫn ở mức thấp. Và cũng giống như các NHTW trên thế giới, NHNN cũng sẽ nhắm tới mục tiêu các định hướng rõ ràng, tiến hành thay đổi lãi suất, tỷ giá theo từng bước, tránh giật cục, gây cú sốc trên thị trường. Đồng thời, các bước điều chỉnh cũng sẽ được cân nhắc, tính toán kỹ lưỡng nhằm tránh có khoảng cách khác biệt quá lớn đối với phần đông các NHTW khác.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Lãi suất tiếp tục tăng khiến cho các dự địa điều hành mang tính chất định hướng giảm sức nặng trong khi nguồn lực của NHNN còn hạn chế được xem là tín hiệu không tích cực. Cùng với đó, trên thị trường thế giới, Fed và nhiều NHTW khác sẽ tiếp tục quyết liệt tăng lãi suất nhằm tránh khỏi vòng xoáy tiền lương- giá cả. Do đó, VCBS dự báo mặt bằng lãi suất huy động tăng 150-200 điểm, lãi suất liên ngân hàng nhìn chung sẽ cao hơn đáng kể các năm trước và khó có khả năng thấp hơn ngưỡng 4%.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Phân tích & Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà
Kinh tế trưởng
ltha_ho@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh
Chuyên viên Phân tích cao cấp
dklinh@vcbs.com.vn