

Michael Kokalari, CFA
Chuyên Gia Kinh Tế Trưởng

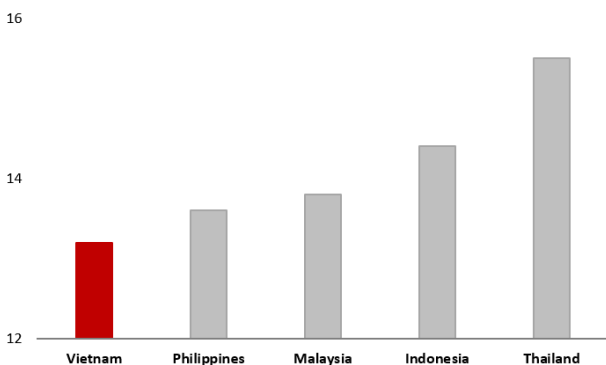
HƯỚNG VỀ TƯƠNG LAI 2022

Trong báo cáo năm nay, chúng tôi tập trung vào ba luận điểm chính mà chúng tôi tin rằng sẽ thúc đẩy nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2022:

- **Sự bật dậy nhờ vào các hoạt động tái mở cửa liên tục** của nền kinh tế Việt Nam, với tiến độ nhanh hơn trong Quý 4 sau khi Chính phủ chuyển đổi chủ trương từ “*Không có COVID*”, sang “*Sống chung với COVID*”, và đẩy mạnh tiêm chủng cho người dân cả nước. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP sẽ vào khoảng 7-7,5% trong năm 2022, kích thích bởi đà hồi phục của tiêu dùng nội địa khi trong quý 4 đã chứng kiến mức tăng vọt gần 30% so với quý trước đó.
- **Sự duy trì tiếp nối của các nhân tố thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong dài hạn**, những nhân tố mà không bị tác động bởi COVID, bao gồm: dòng vốn FDI vẫn tiếp tục chảy vào Việt Nam (và vẫn ổn định trong 2 năm gần nhất mặc dù COVID bùng phát), quá trình đô thị hóa, bộ chuẩn ESG và chuyển đổi số, bên cạnh các nhân tố khác.
- **Điều kiện kinh tế vĩ mô vẫn duy trì ổn định**, được định hình bởi lạm phát ổn định, cũng như sự tăng giá khiêm tốn của Việt Nam đồng, bất chấp các dự đoán của thị trường rằng FED sẽ tăng lãi suất trong năm 2022. Thêm vào đó, Việt Nam (và cả Trung Quốc) sẽ là một trong số ít các nền kinh tế mới nổi không được kỳ vọng sẽ thắt chặt chính sách tiền tệ trong năm nay. Ngược lại, hơn 10 Ngân hàng Trung Ương thuộc các quốc gia mới nổi khác đã tăng lãi suất trong năm 2021 bảo vệ giá trị đồng bản tệ, nhưng lại là động thái không cần thiết đối với Việt Nam.

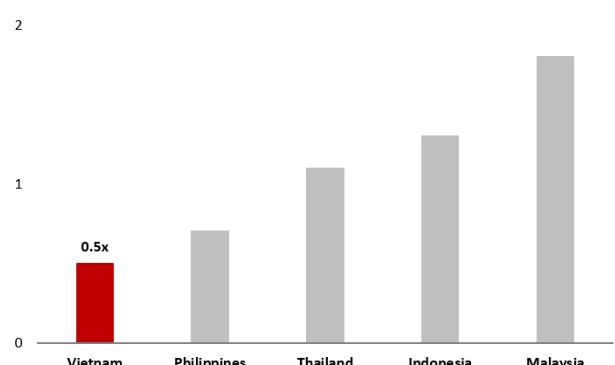
Bên cạnh những yếu tố trên, trong hai tháng gần nhất truyền thông Việt Nam đã đưa tin về việc Chính phủ đang chuẩn bị một gói kích thích tài khóa để thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam. Theo đó, gói kích thích này sẽ được ban hành trong thời gian sắp tới, mặc dù có thể quy mô khoản chi tiêu thực tế được đính kèm trong kế hoạch sẽ tương đối thấp hơn những gì được quảng bá ban đầu.

Tỷ lệ P/E năm 2022



Nguồn: VinaCapital, Bloomberg

Tỷ lệ PEG (P/E trên Tăng trưởng lợi nhuận năm 2022)



Nguồn: VinaCapital, Bloomberg

Cuối cùng, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là một năm rất tốt cho thị trường chứng khoán Việt Nam từ sau mức tăng 37,3% tính bằng USD (hoặc 35,7% tính bằng VND) của VN – Index (VNI) trong năm ngoái, và chúng tôi tin rằng thị trường sẽ một lần nữa tạo ra các cơ hội dồi dào cho những nhà quản lý quỹ tích cực sẽ vượt trội đáng kể so với chỉ số VN – Index trong 2022. Mức tăng mạnh trong VNI năm ngoái phần lớn được thúc đẩy bởi tăng trưởng 30% trong lợi nhuận doanh nghiệp, và các ước tính thị trường chỉ ra rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ đạt hơn 20% vào năm 2022.

Hơn thế nữa, các nhà đầu tư ngoại đã bán trên diện rộng cổ phiếu của họ ở các thị trường mới nổi để phản ứng trước lo ngại về dịch COVID và Trung Quốc, tuy nhiên nhà đầu tư có thể sẽ quay lại các thị trường mới nổi và cận biên khi một số các giải pháp và cải cách đã được đưa ra để giải quyết những vấn đề trên, cùng với mức chiết khấu định giá hấp dẫn giữa các thị trường chứng khoán cận biên và mới nổi gần đây. Nếu và một khi điều đó xảy ra, định giá rẻ của thị trường Việt Nam và tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ sẽ là nam châm thu hút một phần các dòng vốn đó chảy vào.

Sự Bất Dậy Nhờ Các Hoạt Động Tái Mở Cửa Liên Tục

Chúng tôi ước tính GDP Việt Nam sẽ từ mức 2,6% năm 2021 tăng mạnh lên 7-7,5% vào năm 2022 và tin rằng tốc độ tăng trưởng kinh tế cả nước thậm chí có thể vượt trên 7,5% vào năm nay, hỗ trợ bởi sức phục hồi mạnh mẽ trong tiêu dùng nội địa và các hoạt động xây dựng của Việt Nam, cũng như bởi sự tăng trở lại của lượng khách du lịch vào một số thời điểm nào đó ở những tháng sắp tới.

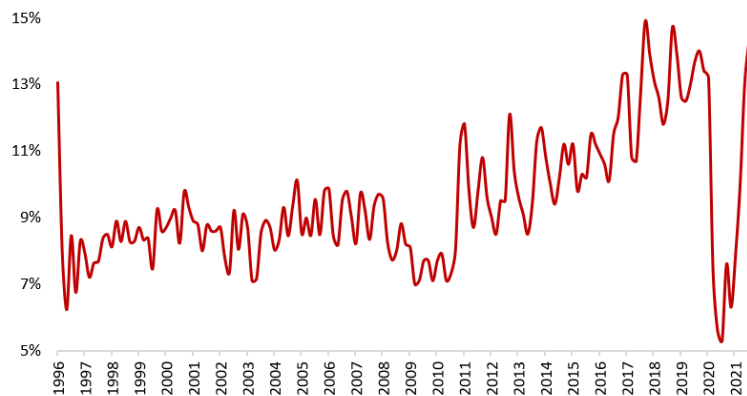
Cụ thể hơn, chúng tôi dự đoán tăng trưởng của Tổng mức bán lẻ (loại trừ yếu tố giá) ở Việt Nam sẽ tăng mạnh đạt đến 5% trong 2022 từ sau mức giảm 6,2% vào 2021, so với mức tăng trưởng đồng nhất 8-9% hằng năm ở giai đoạn trước COVID. Thêm vào đó, chúng tôi ước tính tiêu dùng ở Việt Nam vẫn sẽ thấp hơn khoảng 10% so với mức trước COVID. Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng tăng trưởng của các hoạt động xây dựng ở Việt Nam sẽ tăng từ 0,6% trong năm 2021 đến 8% trong năm 2022, dựa vào đẩy mạnh các khoản chi tiêu “bù đắp” cho cơ sở hạ tầng (sẽ được thảo luận thêm bên dưới) và nhờ vào quy định Nhà nước đối với mảng phát triển bất động sản dự tính sẽ được nới lỏng.

Chủ Trương Sống Chung Với COVID Giúp Phục Hồi Tiêu Dùng & Du Lịch

Trong tháng 10, Chính Phủ Việt Nam chuyển đổi từ chiến lược “Không Có COVID” sang “Sống Chung với COVID”, giúp đẩy mạnh các hoạt động tái mở cửa. Chiến dịch tiêm chủng quyết liệt của Chính phủ đã giúp tăng tỷ lệ dân số trên 18 tuổi được tiêm 2 mũi phòng COVID từ 4% trong tháng 9 đến hơn 90% vào ngày 5 tháng 1 năm 2022, khiến hầu hết người dân vững tin hơn để quay lại làm việc, cũng như mở đường cho các hoạt động du lịch nước ngoài trở lại – ngành du lịch đã đóng góp 8% vào GDP Việt Nam, trong giai đoạn trước COVID. Tuy nhiên, chúng tôi thừa nhận rằng ở thời điểm hiện tại, vì cả thế giới vẫn đang tập trung vào biến thể Omicron, cũng dễ hiểu khi Thái Lan và một số quốc gia khác tạm dừng kế hoạch nới lỏng các biện pháp cách ly đối với du khách đã được tiêm phòng 2 mũi.

Thời điểm lượng khách du lịch Việt Nam tăng trở lại sẽ rõ ràng hơn sau Tết Nguyên đán, tức là vào đầu tháng 2 năm nay, nhưng triển vọng của ngành du lịch Việt Nam đã khá rõ ràng, bằng chứng là nhu cầu đi du lịch nước ngoài của người tiêu dùng Mỹ đang tăng đột biến, theo khảo sát tâm lý người tiêu dùng Mỹ của Conference Board (và cũng là xu hướng tâm lý mà chúng tôi tin là sẽ đi chung ở người tiêu dùng trên khắp các quốc gia phát triển).

Mong muốn du lịch nước ngoài của người tiêu dùng Mỹ



Nguồn: Bloomberg, VinaCapital

Không Quá Nhiều Động Lực từ Xuất Khẩu trong 2022

Trong báo cáo “Nhìn về phía trước – 2021”, chúng tôi đã thảo luận về nhu cầu đối với mặt hàng “dùng khi ở nhà” như tivi, laptop, và nội thất của người tiêu dùng Mỹ, động lực giúp hỗ trợ các ngành sản xuất ở Việt Nam vào năm ngoái (lưu ý rằng ngành sản xuất chiếm khoảng 25% GDP Việt Nam).

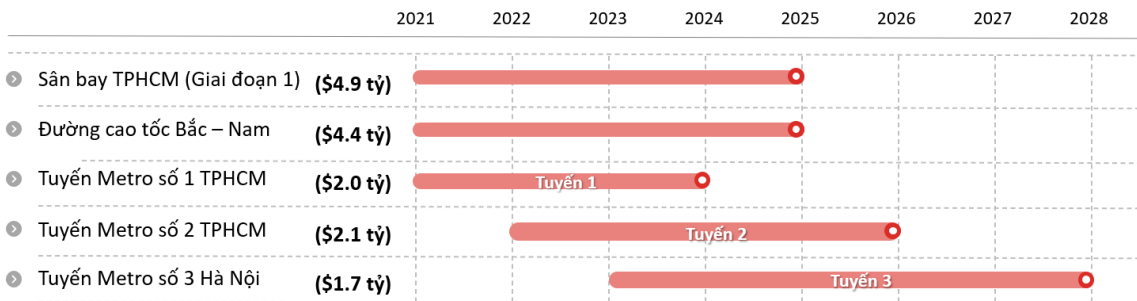
Xuất khẩu của Việt Nam đến Mỹ - thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam – đã tăng trưởng kép 25% trong giai đoạn 2020 – 21, tuy nhiên: 1) rất ít khả năng rằng Mỹ sẽ một lần nữa áp đặt các lệnh phong tỏa COVID nghiêm ngặt lần nữa vào năm nay (2) Người tiêu dùng Mỹ đã mua sẵn một lượng lớn của các loại hàng hóa “dùng khi ở nhà” trong năm 2021, vì vậy cũng không quá bất ngờ khi nhu cầu mua thêm các mặt hàng đắt tiền (như tivi, máy tính, v.v) của họ gần đây đã giảm xuống mức thấp kỷ lục, theo khảo sát tâm lý người tiêu dùng của Đại Học Michigan.

Chi Tiêu Cơ Sở Hạ Tầng

Vào tháng 7/2021, Chính phủ đã phê duyệt kế hoạch tăng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng lên 40% trong vòng 5 năm tiếp theo, so với 5 năm trước đó (chúng tôi đã thảo luận trong [báo cáo này](#)), tuy nhiên chi tiêu cơ sở hạ tầng của Chính phủ trên thực tế đã giảm 10% trong năm 2021 do tác động từ COVID. Hệ quả là, chúng tôi kỳ vọng các khoản chi tiêu “bù đắp” cho việc phát triển cơ sở hạ tầng sẽ tạo lực đẩy cho hoạt động Xây dựng của Việt Nam, nhóm ngành đã đóng góp khoảng 6% vào GDP cả nước.

Trong 2021, công trình sân bay¹ mới với vốn đầu tư 16 tỷ USD của Tp HCM đã bắt đầu động thổ xây dựng giai đoạn một, và chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến độ đáng kể trong năm nay. Tiếp theo, đường cao tốc Bắc Nam mới của Việt Nam vẫn đang trong quá trình xây dựng sau nhiều năm, tiến độ rất chậm vì nhiều lý do, trong đó có việc Chính phủ trước đây đang cố gắng tài trợ cho việc xây dựng đường cao tốc thông qua hình thức đối tác công tư (PPP).

Những dự án Cơ sở hạ tầng quan trọng ở Việt Nam



Nguồn: VinaCapital

Dù sao thì, chúng tôi biết rằng Bộ Giao thông Vận tải gần đây đã quyết định tài trợ toàn bộ cho hoạt động phát triển tuyến đường cao tốc này, là yếu tố giúp đẩy nhanh đáng kể tiến độ xây dựng của dự án trong năm 2022. Cuối cùng, sự hoàn tất giai đoạn đầu của tuyến Metro đầu tiên ở Hà Nội, đã đi vào hoạt động vào tháng 11, có thể là chất xúc tác thúc đẩy Chính phủ thông qua việc hoàn tất tuyến Metro đầu tiên đã bị trì hoãn khá lâu ở TP.HCM, cũng như mở rộng tuyến Metro mới ở Hà Nội, và khởi công xây dựng các tuyến Metro khác ở cả TP.HCM và Hà Nội.

Sự Tiếp Nối Của Các Nhân Tố Tăng Trưởng Kinh Tế Trong Dài Hạn

Những nhân tố quyết định tăng trưởng của Việt Nam trong dài hạn vẫn không bị tác động nhiều bởi COVID. Nhân tố quan trọng nhất đối với tăng trưởng là Vốn đầu tư nước ngoài (FDI), và dòng vốn FDI chảy vào vẫn duy trì trạng thái khả quan trong 2 năm vừa qua mặc dù trải qua bùng phát COVID. Chúng tôi kỳ vọng lực chảy của dòng vốn ngoại vào Việt Nam vẫn mạnh mẽ trong 2022, đặc biệt là khi các lệnh thắt chặt di chuyển đã được nới lỏng – tạo điều kiện dễ dàng cho các nhà lãnh đạo quản lý từ Nhật Bản, Hàn Quốc, và các nước khác đến Việt Nam. Thêm vào đó, thông tin gần đây rằng tập đoàn LEGO sẽ đầu tư 1 triệu USD vào Việt Nam để xây dựng nhà máy khai thác trung

¹ Dự án xây dựng sân bay mới ở TP.HCM sẽ diễn ra theo 3 giai đoạn.

hòa Carbon, sẽ giúp thu hút những nhà đầu tư FDI khác có tiêu chí đặt ESG làm ưu tiên để tìm ra điểm đến để đầu tư.

Trong 2020, dòng vốn FDI vào Việt Nam chỉ giảm 2% (khoảng 20 tỷ USD) trong khi con số này trên thế giới là 40% do tác động của COVID (theo UN). Năm 2021, dòng vốn FDI vào Việt Nam cũng chỉ giảm 1% mặc dù trên thực tiễn, Việt Nam là quốc gia thi hành các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt nhất ở Châu Á trong thời kỳ bùng phát của biến thể Delta, đây cũng là nguyên nhân đẩy lên thắc mắc của báo chí quốc tế về những khó khăn mà các doanh nghiệp FDI phải đối mặt ở Việt Nam trong năm nay.

Bất chấp những bất lợi từ dư luận, các doanh nghiệp sản xuất dòng sản phẩm công nghệ cao vẫn sôi nổi đầu tư vào Việt Nam. Ví dụ, LG Display đã công bố khoản đầu tư theo kế hoạch 2,2 tỷ USD vào năm 2021, gần gấp đôi tổng vốn đầu tư của công ty này tại Việt Nam. Samsung, nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất của Việt Nam (và “nhà tuyển dụng” lớn nhất trong khu vực tư nhân), đã thông báo rằng họ sẽ nâng cấp lên 50% năng lực sản xuất ở Việt Nam cho các thiết bị có tính năng gấp lại được, trong khi đó Toshiba cho biết họ sẽ chuyển toàn bộ sản xuất điện tử ở Trung Quốc sang Việt Nam và Nhật Bản.

Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn đang là điểm đến đầu tư hấp dẫn nhất đối với các công ty Nhật Bản, theo một khảo sát được xuất bản bởi Deloitte vào tháng 9 (mặc dù khảo sát chưa được thực hiện với các nhà đầu tư Hàn Quốc).

Những Yếu Tố Thúc Đẩy Dòng Vốn FDI Chảy Vào Việt Nam

Điểm hấp dẫn chính của Việt Nam với vị thế là điểm đến thu hút FDI đến từ thực tế rằng chi phí thuê nhân công nhà máy ở Việt Nam chỉ thấp bằng một phần ba ở Trung Quốc, nhưng chất lượng của nguồn lực lao động này thì tương đương với Trung Quốc, dựa theo đánh giá của báo cáo do JETRO và các bên khác thực hiện. Một yếu tố khác là vị trí địa lý của Việt Nam gần với những chuỗi cung ứng ở Châu Á, đặc biệt là trong ngành công nghệ cao.

Nhìn xa hơn, ngày càng nhiều những công ty đa quốc gia đang tìm cách đa dạng hóa hoạt động sản xuất của mình bên ngoài Trung Quốc vì những lý do khác nhau, bao gồm cả động thái của Mỹ trong việc duy trì thuế bảo hộ đối với hàng hóa xuất khẩu của Trung Quốc đến Mỹ trong lúc căng thẳng giữa 2 quốc gia đang leo thang. Mặt khác, Bộ Tài chính Mỹ và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã đạt được thỏa thuận chung trong tháng 7 để tháo gỡ một số hàng rào thuế quan đặt ra cho hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam đến Mỹ.

Tiếp theo, tốc độ ấn tượng trong việc triển khai chiến dịch tiêm chủng vaccine COVID của Việt Nam ngay khi biến thể Delta xuất hiện (mặc cho bước khởi đầu tương đối chậm chạp) đã củng cố niềm tin cho các doanh nghiệp nước ngoài rằng Chính phủ Việt Nam sẽ cam kết để đạt được sự cân bằng mang tính thận trọng giữa sức khỏe cộng đồng và phát triển kinh tế như là một phần của chiến lược “Sống chung với COVID” mà họ đã theo đuổi từ tháng 10.

Cuối cùng, khoản đầu tư được đề cập bên trên của tập đoàn LEGO từ Đan Mạch sẽ củng cố tín nhiệm của Việt Nam về vấn đề môi trường, xã hội, và quản trị (ESG) trong mắt các nhà đầu tư tiềm năng khác, đặc biệt khi mà các nhà đầu tư nước ngoài ngày càng quan tâm hơn về khía cạnh này. LEGO đã thể hiện sự cam kết sâu sắc đã được công bố rộng rãi đối với vấn đề phát triển bền vững, cũng là điều mà các công ty lớn khác ở Châu Âu đang chú trọng thực hiện.



Điều Kiện Ví Mô Vấn Duy Trì Ổn Định

Nhà đầu tư chứng khoán ở các thị trường mới nổi (EM) và thị trường cận biên (FM) đang tỏ ra quan ngại về việc lạm phát sẽ tạo động cơ cho Ngân Hàng Trung ương ở những thị trường này tăng lãi suất, và về việc kỳ vọng những đợt tăng lãi suất quyết liệt của Mỹ có thể làm suy giảm giá trị đồng bản tệ của thị trường EM và FM. Trước đó, hơn 10 Ngân hàng trung ương tại các thị trường mới nổi đã bắt đầu tăng lãi suất. Sau đó, sự chú ý dồn vào việc giá trị đồng Peso của Philippines đã sụt giảm hơn 1% vào tháng trước, theo sau đợt giảm 2% giá trị vào tuần cuối cùng của tháng 12 khi kỳ vọng rằng khả năng FED tăng lãi suất gói nới lỏng định lượng ngày càng cao

Mức Lạm Phát Của Việt Nam Không Cao

Mức lạm phát ở Việt Nam ở mức dưới 2% (so với năm trước) vào cuối 2021, nhưng sự tăng giá điện sắp tới sẽ thêm khoảng 0,5 điểm % vào tỷ lệ lạm phát. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự tăng trở lại của giá thịt heo ở Việt Nam (sau khi giảm 30% trong 2021) vì sự tái bùng phát của dịch tả lợn Châu Phi (ASF) đã đẩy giá thịt heo của Trung Quốc lên 10% trong tháng 12.

Nói một cách xúc tích, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lạm phát ở Việt Nam sẽ leo cao trên mức 4% ở Quý 2 so với cùng kỳ năm ngoái, do sự tăng giá của điện, thịt heo, và dầu thế giới. Tuy nhiên, chúng tôi không nghĩ giá dầu thế giới sẽ tăng bật lên quá nhiều trên mức 85 USD mỗi thùng trong năm nay, vì vậy chúng tôi tin rằng lạm phát Việt Nam sẽ rơi xuống trở lại ở mức 3% trước khi kết thúc năm 2022.

Tóm lại, vấn đề lạm phát sẽ càng trở nên nổi bật ở Việt Nam trong năm nay, nhưng không lớn đến mức có thể khiến Ngân hàng Nhà nước đưa ra động thái tăng lãi suất. Nó cũng sẽ không gây ra bất cứ ảnh hưởng đáng kể nào lên giá trị tiền đồng Việt Nam khi chúng tôi kỳ vọng đồng tiền này sẽ tăng giá khoảng 2% trong năm nay, nhờ vào sự hồi phục trạng thái thặng dư của cán cân thương mại Việt Nam từ mức 1% GDP năm 2021 lên đến 5% GDP trong năm 2022 (Tăng trưởng trong xuất khẩu ở Việt Nam không đuổi kịp nhập khẩu vào năm ngoái, bởi vì các doanh nghiệp FDI đã tích trữ lượng lớn hàng tồn kho cho nguyên vật liệu sản xuất dự kiến sẽ cạn kiệt vào năm 2022).

Chúng Tôi Không Lo Lắng Về Fed

Hầu hết nhà đầu tư và giới phân tích kỳ vọng Cục dự trữ Liên bang Mỹ sẽ tăng lãi suất 3 lần trong năm 2022, gây ra tổn hại đối với giá cổ phiếu ở các thị trường chứng khoán mới nổi và cận biên, bao gồm có Việt Nam. Chúng tôi không tin rằng Fed sẽ tuân thủ đúng theo những kế hoạch dự kiến về tăng lãi suất 3 lần mà họ thông cáo², và quan trọng hơn, Việt Nam đang ở vị thế đủ thuận lợi để giữ bình tĩnh trước những đợt tăng lãi suất quyết liệt từ Fed trong năm nay.

Từ *The Economist* gần đây đã xuất bản báo cáo đánh giá của họ để chỉ ra những quốc gia nào dễ bị ảnh hưởng nhất khi Fed tăng lãi suất trong năm 2022, và Việt Nam đã ở gần dưới cùng của danh sách, được thể hiện qua biểu đồ bên trái phía dưới đây.

² Lưu ý rằng: 1) Kế hoạch dự kiến thể hiện qua biểu đồ "dot plot" của Fed về việc tăng/ giảm lãi suất có tính chính xác thấp hơn 40% những gì diễn ra thực tế trong 10 năm gần đây, và 2) nhiều dấu hiệu cho thấy nền kinh tế Mỹ đang yếu đi hơn so với những gì hầu hết nhà phân tích tin tưởng. Càng rõ ràng hơn trong những tuần gần đây rằng sẽ không có bất kỳ chính sách kích thích tài khóa lớn nào khác ở Mỹ - và sự thiếu vắng gói kích thích tài khóa sẽ làm giảm đi 3 điểm % trong tăng trưởng GDP ở Mỹ, theo Brookings Institution và một số hãng khác.

Xếp hạng độ dễ bị ảnh hưởng bởi Fed Taper

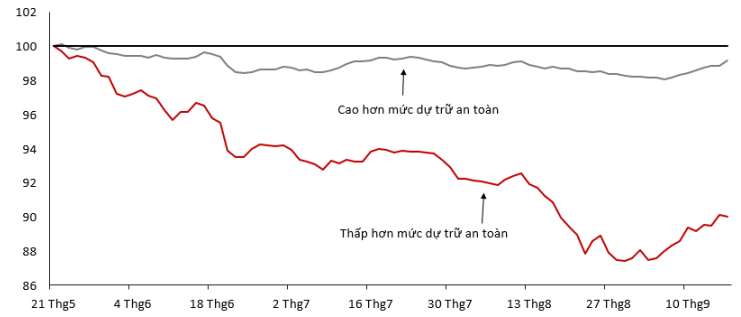
Selected economies, vulnerability to American monetary policy 2021 or latest

	Current-account balance*	Gross public debt*	Foreign-exchange reserves*	Consumer prices†	External debt‡	Vulnerability index score Average of five indicators
Argentina	12	37	39	40	36	33
Sri Lanka	33	39	21	24	38	31
Egypt	36	36	28	21	20	28
Pakistan	21	32	22	33	25	27
Brazil	20	34	26	31	10	24
Turkey	29	9	4	37	37	23
Chile	30	6	32	16	28	22
India	25	35	10	26	8	21
Nigeria	34	8	17	36	1	19
Malaysia	6	29	15	10	35	19
South Africa	7	27	8	19	32	19
Mexico	17	22	11	25	17	18
Poland	8	18	7	20	24	15
Indonesia	18	12	20	5	22	15
Philippines	16	21	12	17	5	14
South Korea	3	16	9	8	26	12
Thailand	19	20	2	3	14	12
Vietnam	9	14	1	6	19	10
Russia	2	1	5	28	4	8
Saudi Arabia	5	4	3	14	3	6

Sources: IMF; World Bank; BIS; The Economist

Nguồn: The Economist

Nghiên cứu của Fed Dallas về sự kiện Taper Tantrum 2013



Từ biểu đồ phía trên, các nhà kinh tế ở Ngân hàng dự trữ Liên bang Dallas đã so sánh tỷ giá hối đoái của các quốc gia EM không đủ dự trữ ngoại hối (theo IMF) với các quốc gia EM có đủ dự trữ ngoại hối trong thời kỳ “Taper tantrum” năm 2013.

Nguồn: Ngân hàng dự trữ Liên bang Dallas, VinaCapital

Bên cạnh đó, Ngân hàng dự trữ Liên bang Dallas vừa xuất bản nghiên cứu về sự kiện “taper tantrum³” năm 2013, trong đó kết luận rằng các thị trường mới nổi và cận biên trước đó chịu ảnh hưởng nhiều nhất bởi đợt “cắt giảm chương trình nới lỏng định lượng” của Fed, thường là các quốc gia có lượng dự trữ đồng USD khiêm tốn và/ hoặc có quá nhiều nợ được định danh bằng đồng USD.

Biểu đồ bên phải phía trên, theo IMF, so sánh tác động của sự kiện “taper tantrum” lên tỷ giá hối đoái của những nền kinh tế mới nổi, giữa các quốc gia không có đủ dự trữ ngoại hối so với các quốc gia có đủ dự trữ. Tỷ giá hối đoái của các quốc gia dự trữ không đủ ngoại hối đã bị mất giá hơn 10% trong sự kiện “taper tantrum”, dẫn đến sự điều chỉnh trên thị trường chứng khoán của các quốc gia này; còn những quốc gia có đủ dự trữ ngoại hối đã đứng dậy sau sự kiện “taper tantrum” và tương đối không có tổn thương gì, minh họa bên trên.

Hiện tại, Việt Nam đã có mức dự trữ ngoại hối khoảng 100 triệu USD, cao xấp xỉ 10% hơn mức gợi ý của IMF đối với dự trữ quốc gia, và nợ được định danh bằng đồng ngoại tệ của Việt Nam vẫn ở mức dưới 40% GDP. Hơn nữa, khoảng một nửa khoản nợ định danh bằng ngoại tệ của Việt Nam về cơ bản là các khoản vay “mềm” từ những tổ chức cho vay siêu quốc gia (ví dụ, World Bank) với các điều khoản ưu đãi. Do đó, các khoản nợ này không làm tăng tính dễ bị tổn thương của Việt Nam đối với điều kiện thắt chặt chính sách tiền tệ thế giới.

Chúng Tôi Cũng Không Lo Lắng Về Trung Quốc

Những tuần gần đây, các nhà kinh tế đã giảm mức dự báo của họ về tốc độ tăng trưởng GDP của Trung Quốc do quan ngại rằng chủ trương “Không có COVID” của nước này sẽ dẫn đến nhiều đợt phong tỏa hơn (vì sự lan rộng của biến thể có tính lây lan cao – Omicron) và do sự tiếp diễn các vấn đề trong lĩnh vực bất động sản, bao gồm cả đợt phá sản gần đây của Evergrande. Nhưng chúng tôi tin rằng vẫn có 2 lý do cho việc tăng trưởng GDP của Trung Quốc có thể vẫn duy trì khả năng phục hồi đáng kinh ngạc trong 2022:

- 1) Năm sau sẽ là một trong những năm quan trọng nhất về mặt chính trị đối với Trung Quốc trong lịch sử hiện đại, khi Tập Cận Bình sẽ có thể bước vào nhiệm kỳ thứ ba – điều chưa từng có – với tư cách là nhà lãnh đạo đất nước tại Đại hội Đảng Cộng Sản vào cuối năm 2022.
- 2) Trung Quốc đã không đưa ra giải pháp kích thích nền kinh tế để bù đắp ảnh hưởng của COVID, do đó quốc gia này vẫn có nhiều dư địa để tiến hành các chính sách tiền tệ quyết liệt và kích thích tài khóa, và Chính phủ nước này đã đưa ra tín hiệu rõ ràng cho việc sẽ sử dụng cả hai chính sách để ổn định kinh tế.

Thêm vào đó, động thái cắt giảm tỷ lệ yêu cầu dự trữ bắt buộc (RRR) không lường trước của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc trong tháng 12, cùng với thông tin Chính phủ đang khuyến khích các Ngân hàng thương mại ở Trung

³ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0810>

Quốc gia tăng phê duyệt các khoản vay thế chấp và mở rộng tín dụng cho các doanh nghiệp phát triển bất động sản có tình hình tài chính tốt, một lần nữa đảm bảo cho chúng tôi tin rằng Chính phủ Trung Quốc đang từng bước, có trình tự làm yếu dần bong bóng bất động sản. Có thể nói rằng, quá trình làm yếu dần bong bóng bất động sản ở Trung Quốc có thể là một quá trình dài, và chậm tăng trưởng GDP của Trung Quốc trong vài năm sắp tới.

Theo ý kiến của chúng tôi, hai điểm quan trọng nhất liên quan đến Trung Quốc chia sẻ với nhà đầu tư ở Việt Nam gồm: 1) Trung Quốc khó có thể chứng kiến một cú sập đổ nghiêm trọng đến mức có thể khiến nhà đầu tư nước ngoài tháo chạy khỏi thị trường chứng khoán Châu Á, và 2) Tăng trưởng GDP thấp hơn ở Trung Quốc sẽ không gây ra quá nhiều ảnh hưởng đến Việt Nam, một phần bởi vì thâm hụt thương mại kéo dài của Việt Nam với Trung Quốc, đang ở mức bình quân hơn 10% GDP của Việt Nam trong 5 năm qua (và 15% trong 2021!).

Sau cùng, trong khi chúng tôi dự đoán tăng trưởng GDP của Trung Quốc sẽ chậm hơn trong tương lai, các nhà hoạch định chính sách của nước này đã nói rõ rằng họ sẽ bảo vệ giá trị của đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc khi đất nước chuyển đổi từ mô hình kinh tế dựa vào xuất khẩu sang mô hình dựa vào tiêu dùng. Điều này rất quan trọng vì nó nghĩa là Việt Nam sẽ duy trì (hoặc thậm chí tăng) khả năng cạnh tranh xuất khẩu so với Trung Quốc trong những năm tới (tăng trưởng GDP của Trung Quốc chậm hơn sẽ không dẫn đến tỷ giá hối đoái USD-CNY rẻ hơn).

2022 - Một Năm Thuận Lợi Nửa Cho Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam

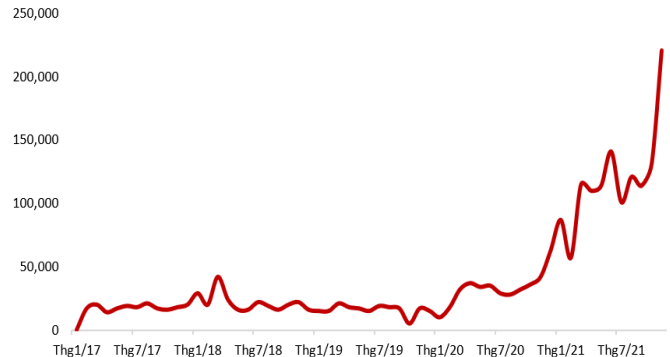
Thị trường chứng khoán Việt Nam đã tăng vọt 37,3% (tính bằng đồng USD) trong 2021, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng lợi nhuận ước tính trên 30%, do đó tỷ lệ P/E năm 2021 về cơ bản đã không đổi quanh mức 17x trong suốt cả năm. Các con số dự báo đồng thuận cho tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2021 liên tiếp được nâng lên theo thời gian trong 2021 – như có thể thấy ở đồ thị bên trái phía dưới – và chính việc tăng các con số dự báo này là nhân tố cơ bản thúc đẩy thị trường lên cao hơn trong 2021, mặc cho 2 đợt bùng phát COVID trong năm qua.

Dự báo đồng thuận về Tăng trưởng Lợi nhuận năm 2021



Nguồn: Bloomberg, VinaCapital

Số lượng tài khoản cá nhân mở mới năm 2021



Nguồn: VSD, VinaCapital

Rõ ràng, sự tăng vọt của VN-Index được thúc đẩy bởi tăng trưởng lợi nhuận từ các doanh nghiệp trong năm ngoái, điều này rất quan trọng để các nhà đầu tư cần nắm rõ, bởi vì:

- 1) Thị trường giá tăng lấy tăng trưởng lợi nhuận làm nền tảng thì bền vững và khỏe mạnh hơn là dựa vào gia tăng số nhân P/E.
- 2) Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận 24%⁴ trong năm 2022, nhân tố thúc đẩy thị trường đi lên đáng kể trong năm nay.
- 3) Trong khi sự tăng vọt số lượng tài khoản chứng khoán cá nhân cũng hỗ trợ thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2021 (xem đồ thị bên phải phía trên), tăng trưởng lợi nhuận là yếu tố chính thúc đẩy thị trường.

⁴ Dự báo về tăng trưởng lợi nhuận năm 2022 của VinaCapital cũng tương ứng với dự báo đồng thuận trên thị trường

Thêm vào đó, nhà đầu tư nhỏ lẻ ở Việt Nam cũng ngày càng thông minh hơn một cách đáng kinh ngạc khi họ bắt đầu tập trung vào các yếu tố tăng trưởng kinh tế, môi trường vĩ mô thế giới (bao gồm cả việc Fed cắt giảm chương trình nới lỏng định lượng, v.v), và các tiến triển mới của các ngành cụ thể. Nhóm nhà đầu tư nhỏ lẻ hiện đang chiếm khoảng 90% khối lượng giao dịch hằng ngày trên thị trường chứng khoán Việt Nam, do đó các nhà đầu tư chủ động với phương pháp đầu tư đúng đắn, dự đoán được dịch chuyển giữa các ngành và có thể ước đoán chính xác tăng trưởng lợi nhuận của các công ty đơn lẻ sẽ có vị thế thuận lợi để tăng vượt chỉ số VN-Index.⁵

Chiến lược đầu tư hiện tại của chúng tôi vẫn tập trung vào việc nhận dạng những cổ phiếu và ngành nào sẽ hưởng lợi từ đà hồi phục kinh tế đang tiến triển ở Việt Nam, bao gồm cổ phiếu từ lĩnh vực hàng tiêu dùng không thiết yếu, tài chính, bất động sản, và nguyên vật liệu. Thêm vào đó, như đã đề cập ở đầu bài báo cáo, các nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế dài hạn vẫn không bị tổn hại gì sau COVID, do vậy chúng tôi cũng tiếp tục tập trung vào những cổ phiếu và những ngành được hưởng lợi từ dòng vốn FDI chảy vào nội địa, triển vọng phát triển cơ sở hạ tầng, năng lượng sạch, cũng như chuyển đổi số.

Bảng bên dưới tóm tắt một số ngành mà chúng tôi kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ năm luận điểm đầu tư trong năm 2022. Cụ thể hơn chúng tôi nhắm vào ngành ngân hàng (có tỷ trọng quanh mức 30% trong chỉ số VN – Index), bất động sản (chiếm tỷ trọng khoảng 25%), và cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng (chiếm tỷ trọng khoảng 3%), nhưng sẽ đều hưởng lợi được từ những thuận lợi mang tính chu kỳ lẫn tính dài hạn trong năm nay.

HỒI PHỤC KINH TẾ TRONG NƯỚC	CƠ SỞ HẠ TẦNG	FDI	SẠCH VÀ XANH	CHUYỂN ĐỔI SỐ
<ul style="list-style-type: none"> Ngân hàng – ít áp lực hơn về chất lượng tài sản Bất động sản – triển vọng tươi sáng hơn trong việc chào bán các dự án. Hàng tiêu dùng – lượng khách hàng đi mua sắm nhiều hơn. Hàng không – số lượng chuyến bay, du khách, hàng hóa vận chuyển gia tăng. 	<ul style="list-style-type: none"> Cảng sân bay Xây dựng. Nguyên vật liệu Bất động sản Tiện ích 	<ul style="list-style-type: none"> Các Khu công nghiệp chọn lọc (đầy đủ công suất, vị trí thuận lợi, v.v) Cảng, Logistics, vận tải. Các doanh nghiệp tiêu dùng & Nhà phát triển Bất động sản dân cư (hưởng lợi từ việc thu nhập cá nhân cao hơn) Bên hưởng lợi gián tiếp: Xây dựng Nguyên vật liệu, Ngân hàng, Khu công nghiệp, Phát triển cơ sở hạ tầng. 	<ul style="list-style-type: none"> Ngành tiện ích – các dự án điện gió (PC1, TV2), dự án năng lượng tái tạo (HDG) Xe điện Hàng tiêu dùng – nguyên vật liệu tái chế 	<ul style="list-style-type: none"> Ngân hàng – số hóa quy trình hoặc vận hành như là thanh toán, ngân hàng số, xếp hạng tín dụng & quy trình thẩm định, dữ liệu đám mây, dịch vụ tư vấn tự động hóa bancassurance Hàng tiêu dùng – thương mại điện tử Logistics – thương mại điện tử Môi giới chứng khoán – thanh toán Công ty công nghệ

Nguồn: VinaCapital

Lợi nhuận của các ngân hàng có thể sẽ tăng khoảng 30% trong năm nay, nhờ vào tăng trưởng tín dụng 14%, và vì các ngân hàng Việt Nam sẽ ít bị tác động bởi COVID trong 2022. Cụ thể, vấn đề về chất lượng tài sản ít ảnh hưởng đến lợi nhuận ngân hàng hơn và chúng tôi không kỳ vọng các ngân hàng (nhất là nhóm ngân hàng thương mại nhà nước) sẽ tiếp tục hy sinh lợi nhuận để hỗ trợ nền kinh tế (ví dụ, bằng cách đưa ra lãi suất cho vay ưu đãi) một lần nữa trong 2021.

Hơn nữa, hai xu hướng đang diễn ra sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các ngân hàng Việt Nam trong năm 2022: 1) cơ cấu khoản vay được cải thiện (nhiều khoản vay bán lẻ và Doanh nghiệp Vừa và Nhỏ hơn), và 2) chi phí huy động vốn thấp hơn, nhờ tỷ trọng cao hơn từ nguồn các tài khoản tiết kiệm vãng lai chi phí thấp. Ngoài ra, các chính sách cơ

⁵ Quỹ VVF UCITS của VinaCapital có lợi suất vượt trội hơn VN-Index khoảng trên 10 điểm % trong 2021

cấu lại nợ xấu của Chính phủ sẽ cho phép các ngân hàng bù đắp khoản lỗ cho vay từ COVID trong ba năm, điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của các ngân hàng trong năm nay⁶.

Cuối cùng, mặc dù khá lạc quan về triển vọng chung của ngành ngân hàng, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng cá nhân sẽ dao động từ khoảng -13% đến khoảng + 25%, một phần do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sẽ phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng dựa trên chất lượng tài sản có sự khác biệt lớn giữa các ngân hàng Việt Nam (chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ dao động từ 11-12% đến hơn 20% trong năm nay). Ngoài ra, có nhiều yếu tố đặc trưng có thể ảnh hưởng đến cả lợi nhuận và giá cổ phiếu, bao gồm các giao dịch bancassurance với các công ty bảo hiểm nước ngoài (thường đòi hỏi các khoản trả trước hậu hĩnh) và các vấn đề về xoay vòng/ tái cơ cấu.

Tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các công ty bất động sản sẽ tăng gần 25% vào năm 2022, nhờ vào doanh số bán/đặt mua trước các bất động sản của các doanh nghiệp phát triển bất động sản tăng gần gấp đôi sau khi giảm hơn 50% vào năm 2021 do việc khóa COVID, cũng như các vấn đề pháp lý / quy định hiện đang được giải quyết. Ngoài ra, thu nhập của các công ty có doanh thu định kỳ (ví dụ: công ty môi giới bất động sản và chủ sở hữu / nhà điều hành trung tâm mua sắm) cũng dự kiến sẽ tăng trong năm nay.

Về vấn đề thứ hai, khi vốn đầu tư vào bất động sản vẫn sôi động - một phần nhờ vào lãi suất huy động thấp mà các ngân hàng trả cho người gửi tiết kiệm - sẽ đảm bảo rằng giá bất động sản tiếp tục tăng vào năm 2022 (chúng tôi ước tính rằng giá căn hộ ở Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tăng khoảng 10% vào năm 2021). Chúng tôi tin rằng bất động sản sẽ tiếp tục tăng giá và nhu cầu mua nhà để ở hoặc cho mục đích đầu tư sẽ bị dồn nén sẽ dẫn đến sự gia tăng dự kiến trong số lượng bán trước các bất động sản mới vào năm 2022.

Sau cùng, chi tiêu của người tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trở lại vào năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng người tiêu dùng sẽ chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm được coi là có lợi cho sức khỏe và chúng tôi cũng tin rằng đại dịch đã thúc đẩy xu hướng mua sắm của người tiêu dùng trong kênh bán lẻ hiện đại và thông qua thương mại điện tử. Tuy nhiên, thu nhập bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong đại dịch, vì vậy một số người tiêu dùng có khả năng chuyển mua các sản phẩm rẻ hơn và chúng tôi tin rằng doanh số bán một số mặt hàng không thiết yếu hoặc cao cấp sẽ không phục hồi kịp về mức trước COVID trong năm nay.

Kết luận

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ tăng ít nhất 7% trong năm nay, nhờ vào sự tiếp tục phục hồi mạnh mẽ của tiêu dùng bắt đầu từ quý 4 và do hoạt động du lịch nước ngoài trở lại vào một thời điểm nhất định trong năm. Chúng tôi ước tính rằng tiêu dùng nội địa ở Việt Nam vẫn thấp hơn 10% so với mức trước COVID và khi ngày càng nhiều người trên thế giới điều chỉnh để thích ứng với “sống chung với COVID”, thì du lịch quốc tế sẽ dần quay trở lại vào năm sau.

Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi kinh tế của Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp trên 20% trong năm 2022, từ đó sẽ thúc đẩy sự gia tăng đáng kể của chỉ số VN-Index trong năm nay. Khi chúng tôi xem xét những gì đã diễn ra vào năm 2021 trong danh mục đầu tư của mình và những gì chúng tôi đang tập trung trong năm 2022, chúng tôi tiếp tục lạc quan và sẽ tập trung vào các công ty cụ thể hơn thay vì vào cả thị trường chung.

Hơn nữa, mặc dù thị trường đã tăng 37,3% vào năm 2021, nhưng sự phân hóa giữa các ngành và cổ phiếu là khá cao và chúng tôi kỳ vọng rằng sẽ tiếp tục có người thắng người thua vào năm 2022. Cơ hội beta ở Việt Nam sẽ tiếp tục rất khả quan trong năm nay, cơ hội cho những nhà quản lý quỹ chủ động đem lại kết quả vượt trội thị trường vẫn rộng mở.

⁶ Lưu ý rằng chúng tôi không quá quan ngại vấn đề về chất lượng tài sản, bởi vì chúng tôi ước tính rằng hơn một phần ba các lỗ từ các khoản vay của các Ngân hàng do COVID đều được lập dự phòng trước đó, và vì tỷ trọng lớn các khoản vay mà Ngân hàng ở Việt Nam gia hạn đều có tài sản đảm bảo là bất động sản - và giá bất động sản vẫn tiếp tục tăng trong 2 năm vừa qua.

Miễn trừ trách nhiệm

© 2021 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã được đăng ký bản quyền tác giả. Báo cáo này được soạn thảo và phát hành bởi VCFM hoặc một trong những công ty liên kết của công ty phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin được nêu ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không đại diện cho tính chính xác của các thông tin khác. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được thể hiện trong báo cáo này chỉ đại diện cho quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày công bố. Họ không nhất thiết phải phản ánh ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi thông tin hoặc bằng bất kỳ cách nào 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 nêu trong báo cáo này cần thay đổi hoặc trường hợp thông tin trong báo cáo trở nên không chính xác.

Các thông tin và bất kỳ ý kiến nào được trình bày trong báo cáo này đều không cấu thành một lời đề nghị, hoặc lời mời đưa ra đề nghị, mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán hoặc bất kỳ sự lựa chọn, các hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh nào khác trong bất kỳ phạm vi pháp lý nào. Và các thông tin này cũng không được hiểu là một hình thức quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Bài báo cáo nghiên cứu này được soạn thảo để lưu hành chung và cung cấp thông tin chung. Các nội dung của bài báo cáo này 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 tăng giảm. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là mô phỏng cho hiệu suất ở tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được đề cập trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra quyết định tài chính của riêng họ dựa trên các cố vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của họ. Báo cáo này không được sao chép, 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 từ phía VCFM. Vui lòng trích dẫn các nguồn khi trích dẫn.