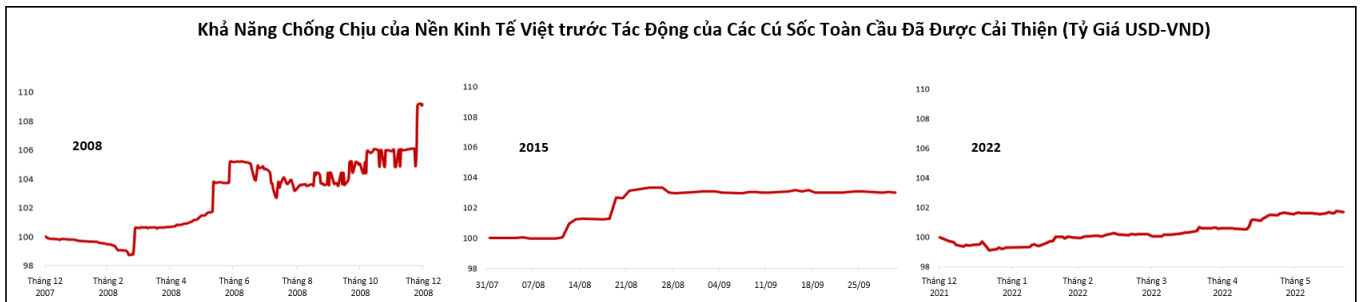


Michael Kokalari, CFA  
Chuyên gia Kinh tế trưởng

## Việt Nam Chống Chịu Tốt Hơn Đối Với Việc Fed Tăng Lãi Suất và Các Rủi Ro Toàn Cầu Khác

Những nỗ lực của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) nhằm kiềm chế lạm phát, chủ yếu gây ra bởi các vấn đề về chuỗi cung ứng toàn cầu, đã khiến thị trường chứng khoán trên toàn thế giới lao dốc. Một số nhà đầu tư đặc biệt lo ngại về khả năng xảy ra một “cơn bão” đối với các nền kinh tế thị trường mới nổi, do lãi suất toàn cầu tăng mạnh, chỉ số USD/DXY tăng khoảng 10% so với cùng kỳ năm ngoái và sự gia tăng gần đây của giá năng lượng và thực phẩm.

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã giảm hơn 20% so với đầu năm, một phần do chỉ số S&P500 đã điều chỉnh 21% so với đầu năm vì hiện tượng “hệ số tương quan tiến đến một trong giai đoạn thị trường điều chỉnh”, và cũng do một số yếu tố cụ thể của Việt Nam đã được thảo luận trong báo cáo trước. Chúng tôi tin rằng nền kinh tế Việt Nam đang chống chịu tốt hơn với những khó khăn hiện tại ở Mỹ và châu Âu so với trước đây, nhờ các chính sách của Chính phủ đã đưa ra trong suốt thập kỷ qua để bảo vệ nền kinh tế của đất nước khỏi những cơn bão kinh tế toàn cầu.



Việc củng cố khả năng chống chịu của Việt Nam giúp quốc gia đối phó tốt hơn với các đợt tăng lãi suất của Fed so với các chu kỳ tăng lãi suất trước đây. Sự cải thiện này được phản ánh bởi tác động giảm thiểu mà các bất ổn hiện nay trên thị trường toàn cầu đang gây ra đối với tỷ giá USD-VND - so với trước đây - được thể hiện trong ba biểu đồ trên.

Thông điệp chính mà chúng tôi muốn gửi đến các nhà đầu tư trong báo cáo này là mặc dù chỉ số VN-Index hiện có dấu hiệu suy giảm cùng với thị trường chứng khoán toàn cầu, nhưng nền kinh tế đất nước vẫn đang trong tình trạng vững mạnh, chủ yếu do tiêu dùng nội địa - chiếm 2/3 GDP của Việt Nam - đang bùng nổ. Do đó, thị trường có đồng thuận rằng kỳ vọng EPS của VN-Index sẽ tăng trưởng gần 20% trong năm nay, theo Bloomberg. Vì thế, VinaCapital kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ một khi Fed nới lỏng việc tăng lãi suất. Tuy nhiên, điều tương tự không thể xảy ra đối với tất cả những nền kinh tế mới nổi khác, đặc biệt là các quốc gia có thâm hụt tài khoản vãng lai và các khoản nợ bằng USD khổng lồ.

### Khả Năng Chống Chịu của Việt Nam Đối Với Thất Chật Chính Sách Tiền Tệ Toàn Cầu Đã Cải Thiện

Các giai đoạn biến động của thị trường chứng khoán toàn cầu trong quá khứ đã ảnh hưởng nặng nề đến Việt Nam - bao gồm Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu năm 2008, sự kiện “Taper Tantrum” của Fed vào năm 2013 và sự kiện đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc giảm giá vào năm 2015. VinaCapital luôn cảnh giác với các dự đoán trên thị trường cho rằng “lần này sẽ khác”, nhưng chúng tôi và các tổ chức khác đã quan sát thấy một số cơ sở sẽ giúp nền kinh tế Việt Nam tăng cường đáng kể khả năng chống chịu đối với sự leo thang của căng thẳng kinh tế toàn cầu hiện nay.

Ví dụ, Fed Dallas đã công bố nghiên cứu<sup>1</sup> phân tích các quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong thời kỳ “Taper Tantrum” năm 2013, và kết luận rằng các nền kinh tế thị trường mới nổi và thị trường cận biên chịu ảnh hưởng nhiều nhất bởi việc thắt chặt chính sách tiền tệ của Fed vào thời điểm đó là những đất nước có quá ít dự trữ ngoại hối và/hoặc có quá nhiều khoản nợ bằng USD. Việt Nam hiện có gần 100 tỷ USD trong dự trữ ngoại hối, phù hợp với mức khuyến nghị của IMF, và nợ bằng ngoại tệ của Việt Nam đang ở mức dưới 40%/GDP, và khoảng một nửa trong số đó về cơ bản là các khoản vay “mềm” từ các nhà cho vay siêu quốc gia (ví dụ: Ngân hàng Thế giới) với các điều khoản ưu đãi.

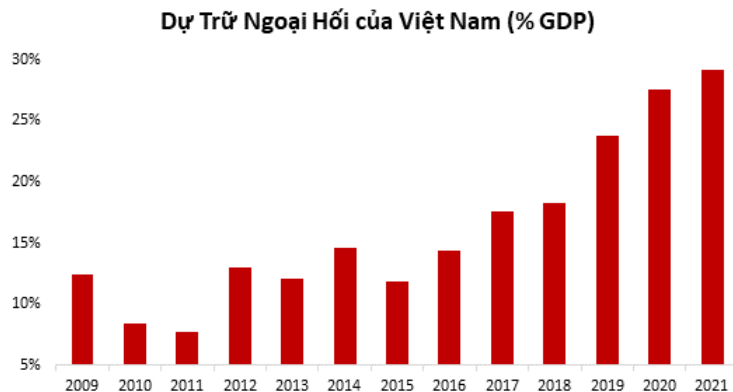
Hơn nữa, vào cuối năm 2021, tạp chí *Economist* và các tạp chí khác đã công bố bảng xếp hạng các nền kinh tế thị trường mới nổi/cận biên<sup>2</sup> sẽ dễ bị ảnh hưởng nhất khi Fed tăng lãi suất và thắt chặt định lượng (Quantitative Tightening) trong năm nay. Việt Nam được xếp hạng là quốc gia ít bị ảnh hưởng nhất do mức dự nợ khiêm tốn, tình hình kinh tế vĩ mô ổn định (bao gồm cả mức lạm phát), và có tài khoản vãng lai liên tục đạt mức thặng dư.

**Khả Năng Chống Chịu Của Nền Kinh Tế Đến Từ Các Quyết Định Chính Sách Đúng Đắn**

Những dự đoán nêu trên của tạp chí *Economist* đối với Việt Nam trong quá trình thắt chặt chính sách tiền tệ hiện tại của Fed đã được chứng minh bằng các diễn biến kinh tế ở Việt Nam trong năm nay. Tiền đồng mất giá chưa đến 2% so với đầu năm, so với mức giảm 5% của đồng Nhân dân tệ, và lạm phát ở Việt Nam vẫn đang ở mức khiêm tốn - trái ngược hoàn toàn với hầu hết các nền kinh tế phát triển và mới nổi.

Tỷ lệ lạm phát so với cùng kỳ năm ngoái của Việt Nam hiện ở mức dưới 3%, và chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lạm phát của cả nước sẽ đạt mức trung bình 3,5% trong năm nay (CPI của Việt Nam có khả năng đạt đỉnh ở mức khoảng 5,5% so với cùng kỳ năm ngoái trong nửa sau của năm 2022, và sau đó giảm xuống 4,5% vào cuối năm). Chính phủ đặt mục tiêu giữ tỷ lệ lạm phát trung bình của Việt Nam dưới 4% trong năm nay, vì vậy dự báo của chúng tôi có nghĩa rằng Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) sẽ không cần tăng lãi suất chính sách - hiện đang ở mức khoảng 4% - trái ngược với các quốc gia ASEAN mới nổi khác cùng khu vực khi tất cả các nước này đều đang tăng lãi suất, hoặc dự kiến sẽ tăng lãi suất trong những tuần tới.<sup>3</sup>

Cuối cùng, sự cải thiện trong khả năng chống chịu của Việt Nam trước các cơn bão kinh tế toàn cầu là kết quả của các chính sách đã được thực hiện trong suốt thập kỷ qua sau quyết định được đưa ra ở các cấp cao nhất của Chính phủ Việt Nam vào khoảng năm 2011. Vào thời điểm đó, các nhà hoạch định chính sách đã thay đổi cách tiếp cận trong việc quản lý nền kinh tế Việt Nam, chuyển từ ngâm chấp thuận tăng trưởng GDP thiếu kiểm soát, sang cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định kinh tế vĩ mô. Các quyết định chính sách xuất phát từ sự thay đổi mang tính chiến lược đó bao gồm nhiều chính sách an toàn vĩ mô, kiểm soát cho vay tín dụng thiếu cần trọng của các ngân hàng thương mại trong nước, và nỗ lực gia tăng mức dự trữ ngoại hối của quốc gia - kết quả của nỗ lực này có thể được nhìn thấy ở biểu đồ phía dưới.



<sup>1</sup> <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0810>

<sup>2</sup> <https://www.economist.com/finance-and-economics/three-threats-to-the-global-economic-recovery/21806535>

<sup>3</sup> Lưu ý rằng Trung Quốc và Nhật Bản là hai ngân hàng trung ương lớn duy nhất trên thế giới không tăng lãi suất

Hơn nữa, khi Trung Quốc giảm giá đồng Nhân dân tệ vào năm 2015, sự kiện làm rung chuyển thị trường chứng khoán toàn cầu (bao gồm cả Việt Nam), NHNN đã chuyển từ cố gắng duy trì tỷ giá USD-VND cố định sang thực hiện chế độ “thả nổi có quản lý”, điều này giúp ổn định hơn nữa nền kinh tế vĩ mô của đất nước, và từ đó củng cố khả năng chống chịu của Việt Nam trước những cơn bão kinh tế toàn cầu.

### **Kết luận**

Các đợt tăng lãi suất mạnh của Fed đã làm trầm trọng hơn tình trạng kinh tế trên thế giới vốn đã trong trạng thái căng thẳng do chiến tranh Nga-Ukraine và sự kiện Trung Quốc đóng cửa do COVID và đã đè nặng lên thị trường chứng khoán toàn cầu, bao gồm Việt Nam. Tuy nhiên, khả năng chống chịu với các cú sốc kinh tế toàn cầu của Việt Nam đã tốt hơn nhiều so với trước đây, phần lớn là do các chính sách đúng đắn của Chính phủ nhằm cân bằng giữa tăng trưởng và ổn định kinh tế.

Khả năng chống chịu này, cùng với tốc độ tăng trưởng GDP và tăng trưởng thu nhập cao của Việt Nam sẽ thúc đẩy chỉ số VN-Index tăng đáng kể nếu và khi Fed từ bỏ việc tăng lãi suất. VinaCapital kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của hai quỹ mở cổ phiếu VESAF và VEOF sẽ tiếp tục vượt chỉ số tham chiếu VN-Index, điều mà các quỹ này đến nay đã và đang đạt được – vượt chỉ số VN-Index bởi 13 điểm % so với đầu năm, tính đến ngày 23/6/2022.

### **Miễn trừ trách nhiệm**

© 2022 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.