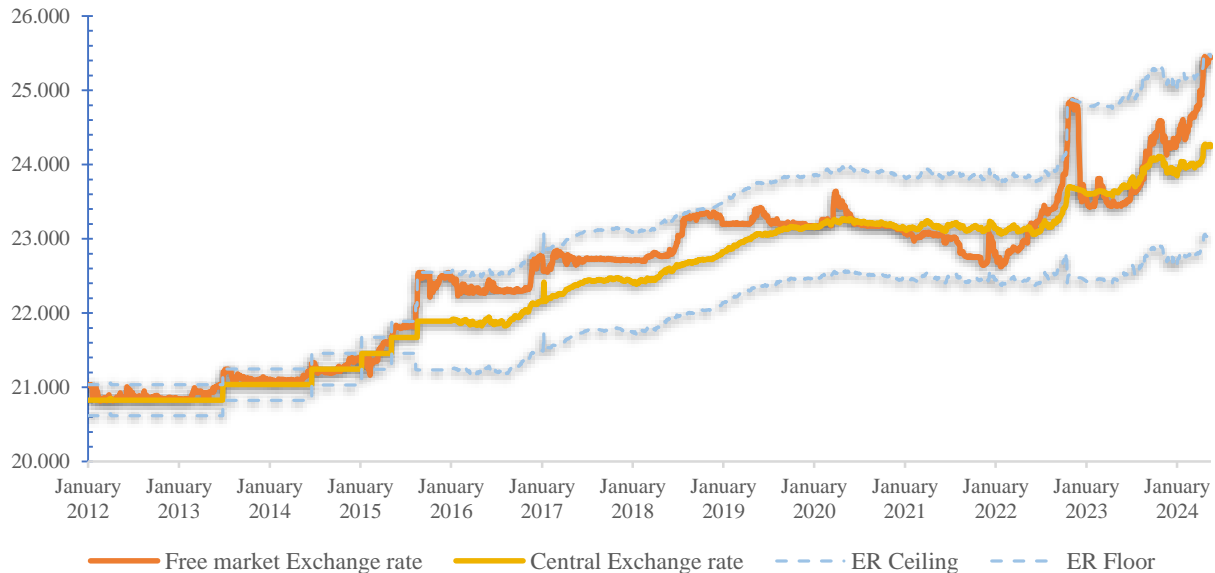


ĐỒNG USD LẬP ĐỈNH, CÁCH NÀO ĐỂ BÌNH ỔN TỶ GIÁ?

Tỷ giá ngoại hối USD/VND đang là một trong những vấn đề khiến Ngân hàng nhà nước – cơ quan chịu trách nhiệm quản lý vấn đề này – cảm thấy hết sức bức bối trong giai đoạn từ đầu năm cho tới nay.

USD/VND Exchange Rate Volatility



Sources: Investing.com, SBV, Kirin Capital

Kể từ năm 2022 trở về trước, thực tế cho thấy Ngân hàng nhà nước đã làm tốt nhiệm vụ điều hành chính sách tỷ giá. Kết quả có thể thấy rõ đó là việc SBV luôn duy trì được tỷ giá ngoại tệ (tiêu biểu là với đồng Đôla Mỹ) ở mức ổn định, dưới hình thức quản lý cơ chế tỷ giá thả nổi có kiểm soát. Cụ thể trong giai đoạn từ năm 2012 – 2021, tỷ giá trung tâm được Ngân hàng nhà nước điều hành thường chỉ mất giá nhẹ từ 1% - 2% hàng năm, trong khi đó trên thị trường tự do, thậm chí có những khoảng thời gian VND tăng giá nhẹ so với USD.

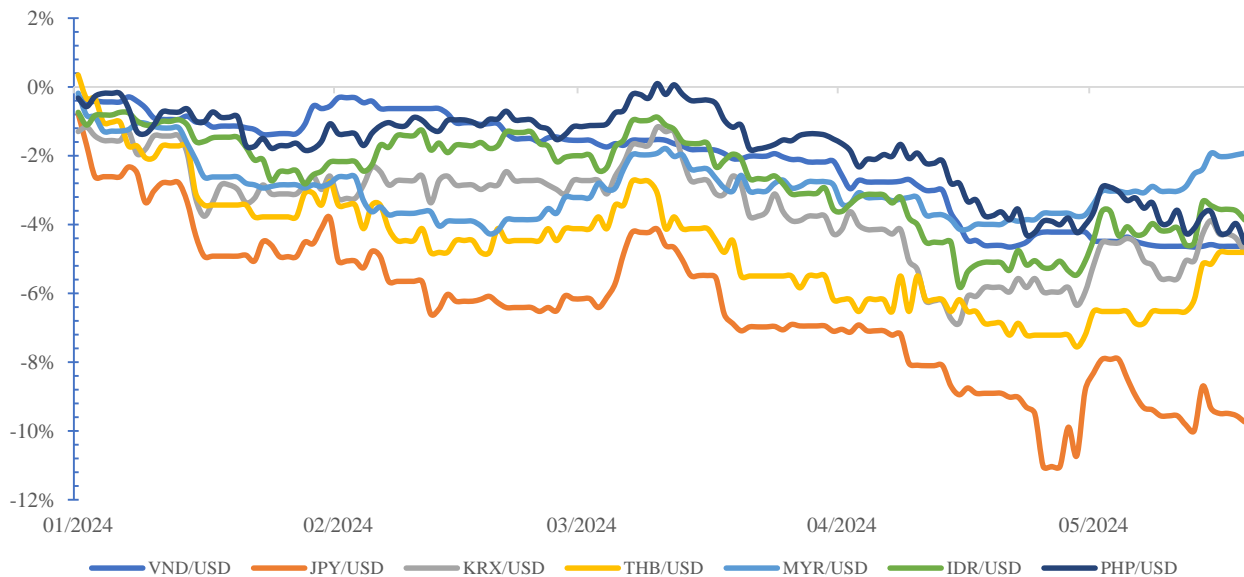
Áp lực gia tăng khi “gió đổi chiều”

Bước sang năm 2022, tỷ giá tại thị trường trong nước bắt đầu có xu hướng biến động tiêu cực đi trước bối cảnh đi xuống của nền kinh tế toàn cầu. Khởi nguồn cho mọi rắc rối đều bắt đầu từ cuộc chạy đua lãi suất của các ngân hàng trung ương trên thế giới, bắt đầu từ sự kiện Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) nâng lãi suất. Với lộ trình tăng lãi suất nhanh nhất trong lịch sử hoạt động từ 0.5% lên tới 5.5%, Fed đã gây áp lực lên môi trường lãi suất toàn cầu, đồng thời đẩy đồng USD lên giá so với hầu hết các đồng tiền trên thế giới.

Về lý thuyết, lãi suất là yếu tố then chốt quyết định đến giá trị của một đồng tiền. Cuộc chạy đua lãi suất trong năm 2022 đã gây áp lực không nhỏ khiến Chính phủ Việt Nam buộc phải nâng lãi suất 2 lần cũng như sử dụng những công cụ gián tiếp trên thị trường tiền tệ để bình ổn tỷ giá trở lại trong nửa đầu năm 2023. Nhận thấy tỷ giá đã dần quay trở lại mức ổn định, đồng thời nhằm tiếp tục thực hiện chủ trương của Quốc hội, Chính phủ là đặt mục tiêu tăng trưởng kinh tế lên hàng đầu, Ngân hàng Nhà nước đã dần dần nới lỏng chính sách tiền tệ với việc hạ lãi suất điều hành.

Song tính từ thời điểm bắt đầu cắt giảm đến nay, đồng tiền Việt Nam đã và đang có xu hướng vượt ra khỏi tầm kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước khi mức chênh lệch lãi suất tại nước ta và các nước lớn trên thế giới không có dấu hiệu cải thiện, do Fed vẫn “ngập ngừng” trong mỗi lần đề cập đến vấn đề khi nào thì hạ lãi suất. Đây có thể coi là **nguyên nhân cốt lõi** khiến Ngân hàng Nhà nước đau đầu trong việc điều hành chính sách tỷ giá. Hệ quả của việc hạ lãi suất điều hành giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm 2023 đã khiến cho tỷ giá USD/VND ngày một tăng cao và quay trở lại vùng đỉnh ở mức 25,440 VND đổi 1 USD trên thị trường tự do.

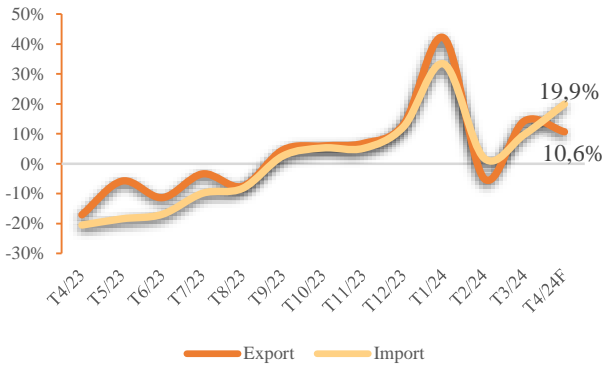
Percentage Exchange Rate Fluctuations



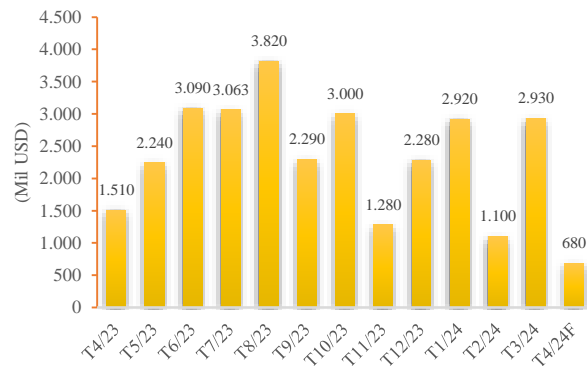
Sources: Investing.com, Kirin Capital

Bên cạnh đó, **nguyên nhân thứ hai** đẩy tỷ giá lên mức đỉnh trong thời gian vừa qua đến từ việc nhu cầu đồng USD gia tăng khi nền kinh tế nước ta phục hồi giao thương quốc tế.

Import and Export Growth Monthly



Trade Balance



Sources: Gov, Kirin Capital

Kể từ đầu năm 2024, xuất nhập khẩu của Việt Nam tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tích cực. Cụ thể với số liệu ước tính trong T4/2024 vừa qua, xuất khẩu và nhập khẩu của nước ta có mức tăng trưởng so với cùng kỳ lần lượt đạt 10.6% và 19.9%. Đi sâu hơn ta có thể thấy rõ xu hướng nhập khẩu ở nước ta có xu hướng tăng nhanh hơn so với chiều ngược lại, khiến cho mặc dù vẫn giữ được thặng dư thương mại nhưng không thể giữ được mức cao như so với nhiều tháng trước đó. Chính vì nhu cầu nhập khẩu gia tăng đã trực tiếp làm cho nhu cầu về đồng USD của các doanh nghiệp trong nước ngày càng trở nên lớn hơn, đẩy tỷ giá tiếp tục neo tại mức cao.

Cuối cùng, một trong những yếu tố cũng gây ảnh hưởng không nhỏ dẫn tới tình trạng như hiện nay nằm ở việc đầu cơ tỷ giá trên thị trường. Mặc dù trong giai đoạn vừa qua, Ngân hàng Nhà nước đã khởi động lại kênh tín phiếu khi mạnh tay hút ròng hơn 170,000 tỷ đồng, song những phản ứng từ thị trường lại không thực sự khả quan.



Sources: WiChart, Kirin Capital

Một mặt, nguồn cung Việt Nam đồng trên thị trường bị thắt chặt khiến lãi suất liên ngân hàng trung bình vượt 4%, thế nhưng mặt khác tỷ giá vẫn không có dấu hiệu hạ nhiệt khi mức chênh lệch giữa thị trường chợ đen và tỷ giá các ngân hàng thương mại vẫn lớn. Nhiều chuyên gia lên tiếng lo ngại tỷ giá căng thẳng như hiện nay rất có thể dẫn đến hiện trạng đầu cơ tỷ giá tuồn USD ngân hàng ra chợ đen, và đồng thời có thể tiếp tay cho hoạt động buôn vàng lậu trong nền kinh tế khi giá vàng trong nước liên tục lập đỉnh trong nhiều tháng qua.

Tỷ giá tăng nóng, thiệt hại nằm ở đâu?

Những lo ngại của nhà đầu tư về việc đồng đô la Mỹ tiếp tục tăng giá là hoàn toàn có cơ sở, bởi tỷ giá hối đoái là một trong những yếu tố ảnh hưởng sâu sắc đến nền kinh tế của một quốc gia từ vi mô đến vĩ mô.

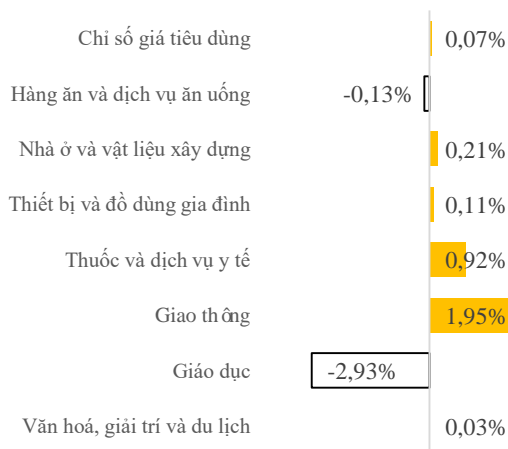
Ở góc độ vi mô, đặc biệt là trong thời gian gần đây, biến động tỷ giá trong nước đã tác động mạnh đến hiệu quả hoạt động của nhiều công ty, đặc biệt là những công ty có nhu cầu nhập khẩu hoặc vay ngoại tệ lớn. Ví dụ rõ ràng nhất cho tình trạng này là Vietnam Airlines, hãng có nhu cầu nhập khẩu dầu lớn. Quý 1/2024, lỗ tỷ giá của công ty lên tới 646 tỷ đồng (tương đương 25.37 triệu USD). Chủ tịch Vietnam Airlines cho biết, cứ tỷ giá biến động 1%, công ty sẽ lỗ 300 tỷ đồng. Bên cạnh đó, những doanh nghiệp có dư nợ vay bằng đồng USD lớn cũng chịu thiệt hại nặng nề trước những biến động của tỷ giá. Tiêu biểu như, trên báo cáo tài chính của Tập đoàn PC1 có khoản vay với lãi suất thả nổi bằng đồng USD lên tới gần 3.9 nghìn tỷ đồng (153 triệu USD). Kết quả là tổng chi phí lãi vay của công ty trong năm nay đã tăng lên 270 tỷ đồng (tương đương 10.6 triệu USD), tăng 27% so với cùng kỳ năm ngoái.

Ở góc độ vĩ mô, việc đồng tiền Việt Nam mất giá đã gây áp lực nhất định lên lạm phát. Theo Tổng cục Thống kê Việt Nam, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 4 tăng 0.07% so với tháng trước. Trong đó, giá của 8/11 nhóm hàng hóa, dịch vụ đều tăng, với mức tăng lớn nhất nằm ở nhóm vận tải (1.95%). Nguyên nhân chủ yếu là do giá xăng trong nước tăng 4.78%, giá dầu diesel tăng 2.01%, bị ảnh hưởng bởi đợt điều chỉnh giá trong tháng. Về lý thuyết, giá dầu và khí đốt tăng sẽ ảnh hưởng gián tiếp đến giá các hàng hóa và dịch vụ khác. Tuy nhiên, ngũ cốc và thực phẩm đã giảm lần lượt 0.63% và 0.18% so với tháng trước nhờ thời tiết thuận lợi và nguồn cung dồi dào.

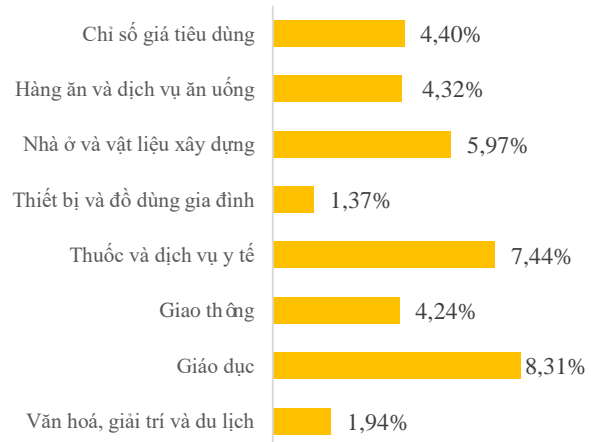
Đánh giá từ số liệu so sánh cùng kỳ, CPI tháng 4 đã lên tới mức 4.4%, cơ bản đạt giới hạn trên của mục tiêu Quốc hội đặt ra cho năm 2024 (4 – 4.5%). Trong số đó, giáo dục và y tế là hai ngành có mức tăng giá cao nhất, chủ yếu là do tăng học phí bắt đầu từ tháng 9 năm 2023 cho năm học mới

và tăng phí dịch vụ y tế bắt đầu từ tháng 11 năm 2023. Do đó, về cơ bản không liên quan gì đến sự thay đổi tỷ giá hối đoái. Theo sau là các nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng, dịch vụ ăn uống, vận tải là hai nhóm ngành chịu ảnh hưởng chính từ sự trượt giá tiền VND, nhưng về cơ bản vẫn nằm trong phạm vi kiểm soát. Điều này là nhờ chính phủ có thể thực hiện các biện pháp như điều chỉnh thuế và phí đối với các mặt hàng như sản phẩm dầu mỏ, giá điện và nước để hạn chế áp lực tăng giá đối với chỉ số lạm phát.

Tăng trưởng CPI tháng 4 (MoM)



Tăng trưởng CPI tháng 4 (YoY)



Sources: GSO, Kirin Capital

Nền kinh tế Việt Nam có thực sự “hoảng loạn” trước áp lực tỷ giá?

Trên thực tế, nhìn vào số liệu đầu tư trực tiếp nước ngoài, ta hoàn toàn cảm nhận trực quan “sức hút” của Việt Nam trong mắt nhà đầu tư toàn cầu. Trong năm 2023, lượng vốn FDI toàn cầu đạt mức 1.37 nghìn tỷ USD, tăng nhẹ 3% so với cùng kỳ năm trước đó. Dòng vốn FDI gia tăng thêm trong năm qua chủ yếu do một số nền kinh tế “cầu nối” tại châu Âu đóng vai trò trung gian cho dòng vốn FDI dễ dàng chảy sang các nước mục tiêu.

Trong khi đó, nếu loại trừ FDI tại những nền kinh tế “cầu nối này”, thực tế dòng vốn FDI toàn cầu đã sụt giảm tới 18% so với năm 2022. Ngay thậm chí tại Hoa Kỳ, nước nhận FDI lớn nhất thế giới, cũng có tín hiệu sụt giảm 3% so với cùng kỳ. Tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào tất cả các nước đang phát triển trên toàn thế giới giảm 9%. Trong số đó, dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài do Trung Quốc thu hút đã giảm 6%, dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Ấn Độ giảm 47% và dòng vốn chảy vào khu vực đang “hot” như ASEAN gần đây cũng giảm 16%.



Global investment flows show weak and uneven growth

Foreign direct investment trends in 2023, global and by region, billions of USD and percentage changed compared to 2022

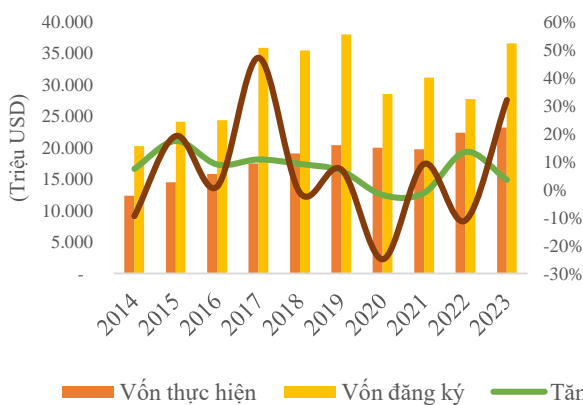
	Foreign direct investments	Growth, 2022-2023
World	1,385	+3 (-18)*
Developed economies	1,041	+29 (-28)*
Europe	70	-
North America	371	0
Other developed economies	77	-46
Developing economies	344	-9
Africa	49	-1
Latin America and the Caribbean	135	0
Asia	195	-12

Note: * Growth rates in brackets are calculated excluding major conduit economies.
Source: UNCTAD, based on FDI/MNE database (www.unctad.org/fdistatistics) and information from The Financial Times Ltd, FDI Markets (www.fdimarkets.com) and Refinitiv SA.

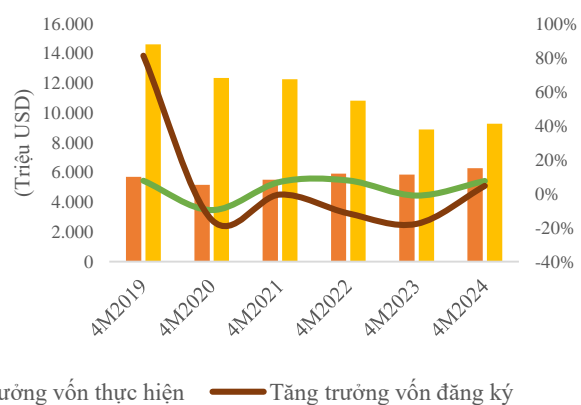
Sources: UNCTAD, Kirin Capital

Trong khi đó, Việt Nam lại nổi bật hơn hẳn với số vốn FDI đăng ký và giải ngân tháng 4/2024 vừa qua tăng lần lượt 32.1% và 3.5% so với cùng kỳ, đồng thời lũy kế 4 tháng đầu năm tiếp tục tăng 4.5% và 7.4% so với cùng kỳ năm 2023. Đặc biệt năm 2024, vốn giải ngân lũy kế 4 tháng đạt mức cao nhất trong thập kỷ qua. Những dữ liệu trên là minh chứng cho thấy ngay cả khi có sự chênh lệch lớn giữa lãi suất đồng nội tệ và Đô la Mỹ thì vốn ngoại (chủ yếu là đô la Mỹ) vẫn chảy vào Việt Nam, đã và sẽ tiếp tục cung cấp nguồn cung lớn USD cho nhu cầu trong nước.

Tình hình giải ngân FDI hàng năm

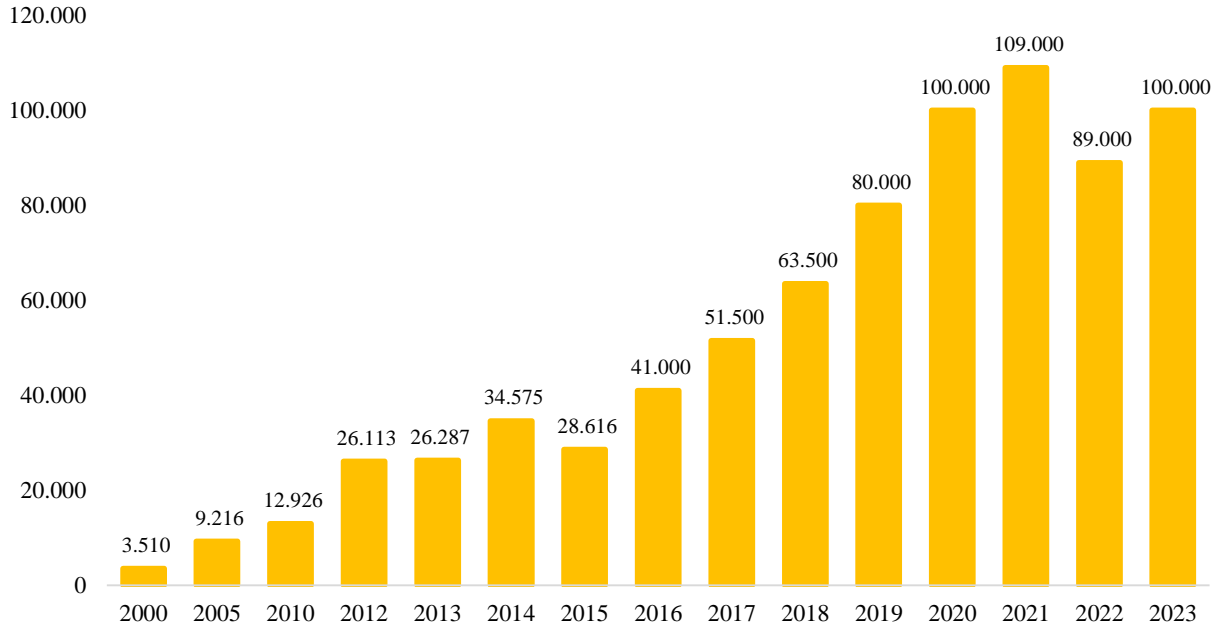


Tình hình giải ngân vốn FDI 4 tháng đầu năm



Sources: GSO, Kirin Capital

Dự Trữ Ngoại Hối (Triệu USD)



Sources: Kirin Capital tổng hợp

Ngân hàng Nhà nước vào cuộc, tỷ giá sẽ sớm ổn định

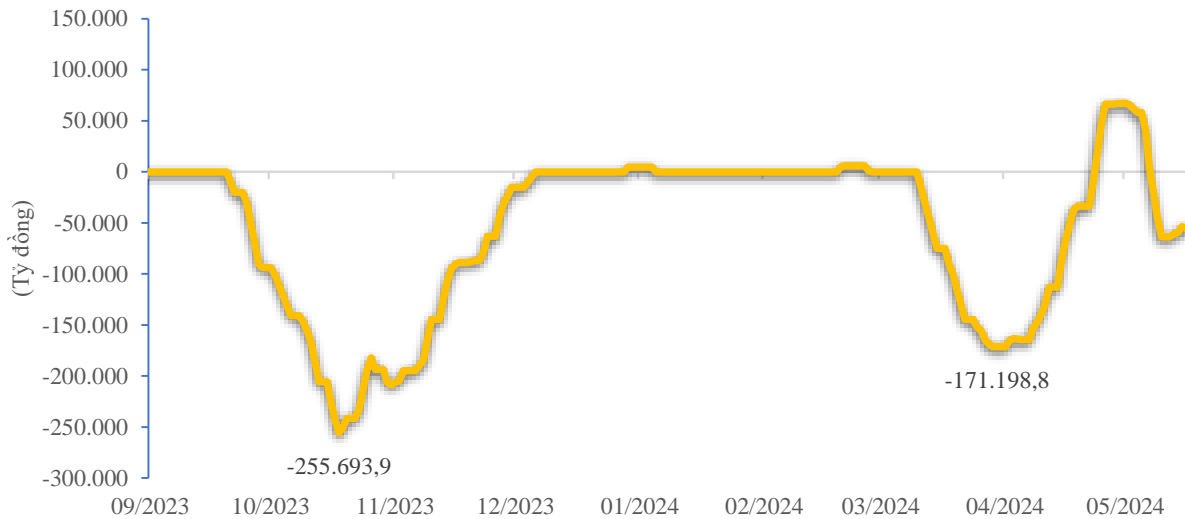
Môi trường lãi suất cao không phải là vấn đề mới xảy ra, mà nó đã tồn tại từ năm 2022 cho đến nay, khi Fed bắt đầu tăng lãi suất để đối phó với lạm phát. Nhìn lại quá khứ trong hơn 2 năm vừa qua điều hành chính sách tỷ giá, ta có thể thấy được rõ kết quả mà sự can thiệp của Ngân hàng Nhà nước trong năm 2022 – 2023.

Về cơ bản, thực tế cho thấy, nguyên nhân dẫn đến việc tỷ giá leo thang trong thời gian qua chủ yếu vẫn đến từ kỳ vọng của giới đầu tư vào lãi suất ngân hàng trung ương Mỹ, do có những tín hiệu không mấy tích cực trong thời gian qua khiến Fed trì hoãn việc hạ lãi suất. Tuy nhiên có thể nhìn lại lịch sử trong năm 2022, khi tỷ giá ngoại tệ tại Việt Nam cũng tăng trưởng nóng do Fed bắt đầu đợt tăng lãi suất nhanh nhất lịch sử. Lúc đó, Ngân hàng nhà nước đã linh hoạt sử dụng cả ba công cụ quan trọng nhằm ổn định tỷ giá và kết quả cho thấy không đáng lo ngại. Cụ thể Ngân hàng nhà nước đã từng bước tháo gỡ vấn đề trên như sau:

- Bước 1: sử dụng nghiệp vụ thị trường mở và kênh tín phiếu để nhích hàng thu về nguồn cung VND dư thừa trong hệ thống, làm tăng lãi suất cho vay liên ngân hàng, từ đó thăm dò được nhu cầu về tiền Đô la thực tế của thị trường.

- Bước 2: sau giai đoạn thăm dò kết thúc, đánh giá những tác động sau đó để đưa ra quyết định can thiệp trực tiếp lên tỷ giá bằng cách bán dự trữ ngoại hối
- Bước 3: nếu áp lực tỷ giá không thuyên giảm sau 2 bước trên, Ngân hàng Nhà nước sẽ buộc phải tăng lãi suất điều hành để cân bằng môi trường lãi suất trong nước với thế giới

TỔNG BƠM HÚT RÒNG TRÊN THỊ TRƯỜNG MỞ



Sources: SBV, Fiin, Kirin Capital

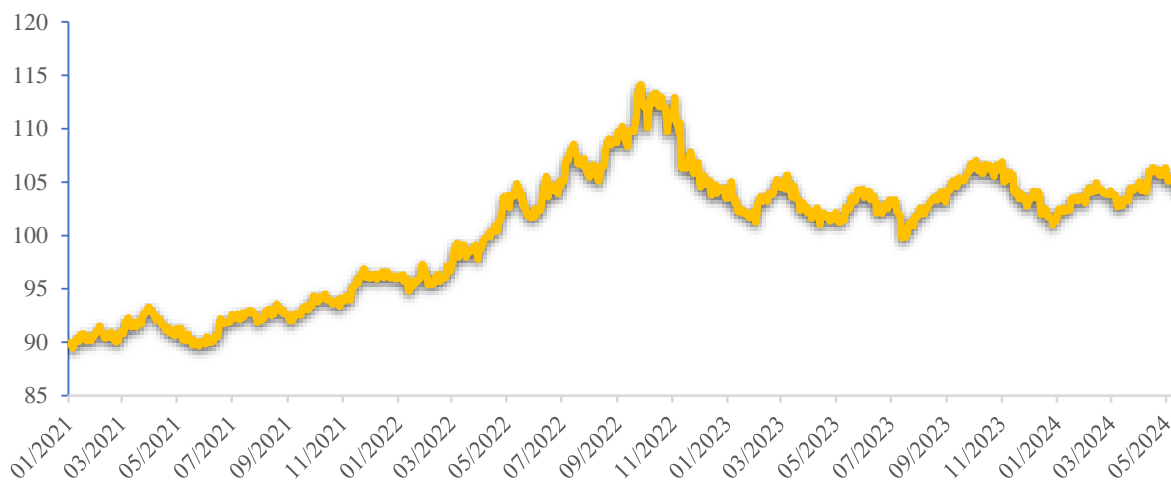
Trở lại với giai đoạn hiện nay, việc can thiệp thông qua nghiệp vụ thị trường mở và kênh tín phiếu đã được SBV áp dụng. Đỉnh điểm trong đợt hút tiền vừa qua, SBV đã rút khỏi hệ thống 171,198.8 tỷ đồng, thấp hơn so với đợt tháng 11/2023 với 255,693.9 tỷ đồng. Mặc dù vậy lãi suất liên ngân hàng lại phản ứng quá nhanh trong giai đoạn vừa rồi. Từ đó, Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra quyết định chuyển hướng điều tiết nhịp nhàng nguồn cung VNĐ trong hệ thống qua các công cụ trên thị trường tiền tệ, và bắt đầu giữ trạng thái ngoại tệ “âm” để can thiệp.

Câu hỏi được đặt ra là: “Liệu phải bán bao nhiêu USD để có thể ổn định được tỷ giá?”. Để trả lời cho câu hỏi trên, chúng ta cần nhìn lại bối cảnh năm 2022, nền kinh tế toàn cầu suy yếu, đồng thời việc Fed tăng lãi suất quá nhanh khiến cho đồng Đô la tăng giá mạnh mẽ trước những lo ngại của giới đầu tư. Đỉnh điểm trong năm 2022, Chỉ số sức mạnh đồng Đô la (Dxy) đã lên đến mức 114.78. Điều đó đã khiến cho SBV phải bán tới tận xấp xỉ 20 tỷ USD, đi kèm với biện pháp mạnh là tăng lãi suất điều hành 2 lần để ngăn chặn đà mất giá của đồng nội tệ.

Tuy nhiên cho đến năm nay, bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đã hoàn toàn thay đổi, nhiều nhà đầu tư trên toàn thế giới đã cho rằng khả năng Fed hạ cánh mềm, nhiều dự đoán sẽ cho rằng trong Q3 – Q4/2024 sẽ là thời điểm Fed bắt đầu đảo ngược chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, tỷ giá USD/VND

trên thị trường tự do vẫn đang giữ quanh mốc 25,400 – 25,450 sau khi SBV bắt đầu can thiệp thông qua việc bán dự trữ ngoại hối, điều đó cho thấy sự quyết tâm của Ngân hàng Nhà nước trong việc ổn định tỷ giá ngoại tệ. Theo nhiều đồn đoán cho thấy, tính đến thời điểm hiện tại SBV mới chỉ bán xấp xỉ 3.7 tỷ USD dự trữ ngoại hối, đồng thời đã giữ ổn định được tỷ giá trong hơn 1 tháng qua. Từ đó, ta có thể thấy được sự điều hành của SBV phần nào đã ổn định tâm lý giới đầu tư cũng như hạn chế được tình trạng đầu cơ tỷ giá trên thị trường.

Chỉ số Dxy



Sources: Investing.com, Kirin Capital

Với những diễn biến như hiện tại, khi chỉ số Dxy chỉ loanh quanh mốc 104 – 105 thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước đó, đồng thời thặng dư thương mại của Việt Nam vẫn đang rất tích cực, đem về nguồn ngoại tệ dồi dào cho nước ta, thì chúng tôi cho rằng biến động tỷ giá trong thời gian qua nghiêng về khả năng biến động trong ngắn hạn. Do đó, việc phải bán dự trữ ngoại hối mạnh như năm 2022 là khó có thể xảy ra, đồng thời khả năng Chính phủ tăng lãi suất điều hành sẽ không phải là lựa chọn được SBV cân nhắc trong thời gian tới bởi mục tiêu hàng đầu trong năm nay vẫn là đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế.

Về Kirin Capital

Kirin Capital (dưới đây gọi tắt là Kirin) được chuẩn bị và lập kế hoạch vào năm 2021 và chính thức được thành lập vào tháng 06 năm 2022. Đây là một tổ chức đầu tư vốn cổ phần tư nhân bất nguồn và nghiên cứu chuyên sâu tại thị trường Việt Nam với tôn chỉ “Know Vietnam, Long Vietnam”. Là công ty đầu tư vốn cổ phần tư nhân hiểu rõ Việt Nam nhất, dựa trên tầm nhìn “trao quyền cho doanh nhân, đồng hành cùng người thành công”, công ty tìm kiếm các dự án có giá trị đầu tư dài hạn và tăng trưởng cao tại Việt Nam. Từ đó tạo cơ hội cho các nhà đầu tư từ khắp nơi trên thế giới đầu tư vào Việt Nam và chia sẻ lợi nhuận từ sự phát triển nhanh chóng của Việt Nam mang lại.

Nội dung trên là một phần tóm tắt báo cáo của Bộ phận nghiên cứu Ngành Y Dược của Kirin Capital. Cảm ơn vì sự quan tâm của quý nhà đầu tư! Nếu quý nhà đầu tư có bất kỳ nhu cầu hợp tác, đầu tư tài chính, nghiên cứu chuyên sâu nào, vui lòng liên hệ với Kirin Capital:

Ms. Phạm Ngọc Ánh – Portfolio Manager

Email: anhpham@kirincapital.vn

Phone: +84 979 277 596

Mr Lâm Phúc Thành – Investment Analyst

Email: thanh.lamphuc@kirincapital.vn

Phone: +84 866 012 261