

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM & XU HƯỚNG LÃI SUẤT CUỐI NĂM 2024

Đinh Kiến Vương
Chuyên viên phân tích

TPHCM, NGÀY 01 THÁNG 07 NĂM 2024

ỔN ĐỊNH TỶ GIÁ LÀ MỤC TIÊU CHÍNH CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM NHẪM THU HÚT VỐN ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI

CƠ CHẾ VẬN HÀNH CỦA CHÍNH SÁCH ỔN ĐỊNH TỶ GIÁ:

NHNN CÔNG BỐ MỨC
TỶ GIÁ TRUNG TÂM
HÀNG NGÀY

CÁC NHTM CHỈ ĐƯỢC GIAO
DỊCH USD VỚI KHÁCH
HÀNG TRONG BIÊN $\pm 5\%$
(*) VỚI TỶ GIÁ TRUNG TÂM

SBV TIẾN HÀNH BÁN (MUA) USD TỪ
(VÀO) DỰ TRỮ NGOẠI HỐI KHI NHU
CẦU USD QUÁ CAO (QUÁ THẤP) ĐỂ
GIỮ VND/USD TRONG BIÊN ĐỀ RA

Tỷ giá trung tâm được tính
từ rõ nhiều đồng tiền, tuy
nhiên **USD là đồng có
trọng số lớn nhất**

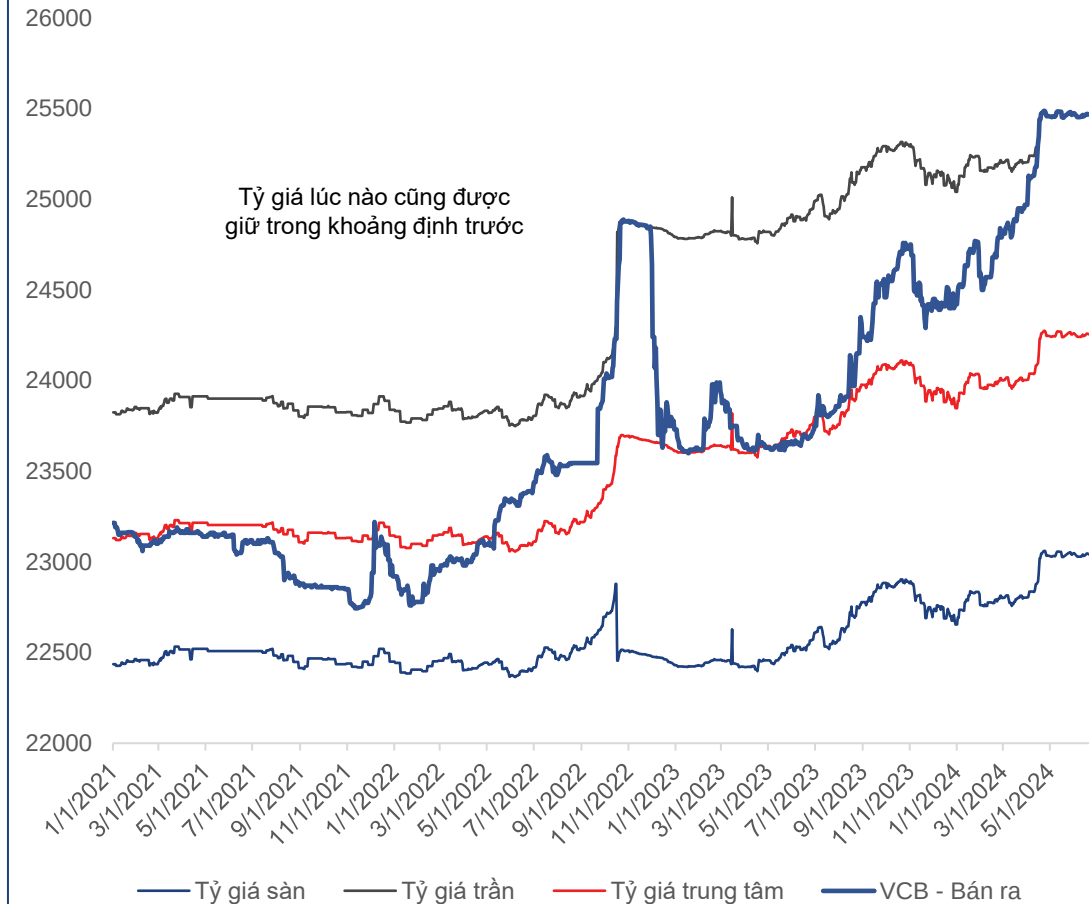
- **SBV sẽ chặn bán USD khi tỷ giá chạm trần** (vì dự trữ ngoại hối là hữu hạn & việc bán USD sẽ xấu cho nền lãi suất Việt Nam nên SBV không ưu tiên việc bán \$ trừ khi đây là giải pháp cuối)
- **SBV rất tích cực mua USD** vào dự trữ & sẽ mua khi tỷ giá giảm chạm sàn hoặc khi tỷ giá đang trong xu hướng giảm đủ dài (để việc mua \$ không làm VND chuyển sang xu hướng mất giá)

KẾT HỢP VỚI CÁC BIỆN PHÁP
HÀNH CHÍNH KHÁC NHẪM GIẢM &
GIỚI HẠN KHẢ NĂNG ĐẦU CƠ USD

Một số biện pháp tiêu biểu:

- **Giới hạn vị thế USD** mà ngân hàng có thể nắm
- Chỉ cho phép NHTM mua bán \$ khi người mua **chứng minh được nhu cầu thỏa đáng** (có hóa đơn xuất nhập khẩu, có vé máy bay đi du lịch,...)
- Ngân hàng **không được trả lãi cho tiền USD**

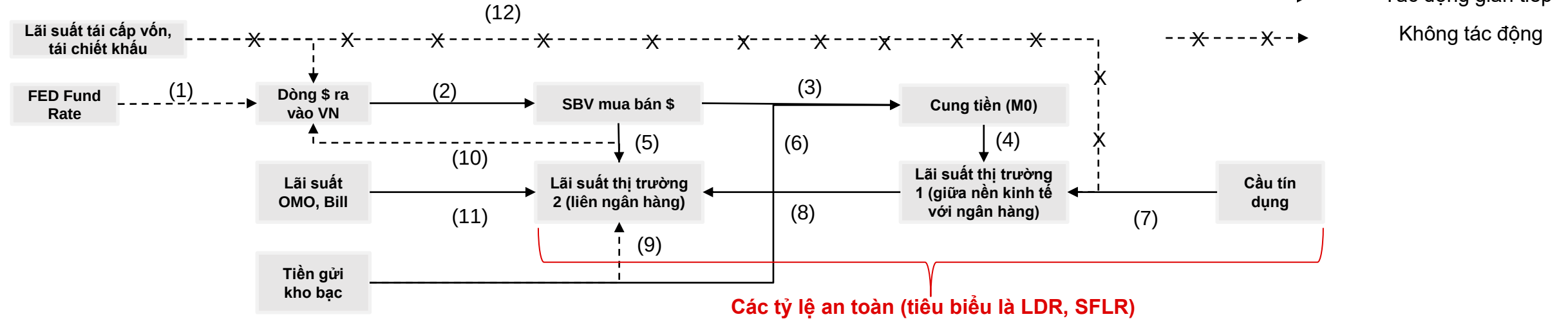
CƠ CHẾ KIỂM SOÁT TỶ GIÁ CỦA SBV



(*) Trước đó, biên giao dịch là $\pm 3\%$, nhưng kể từ ngày 17/10/2022, SBV đã nâng biên độ lên $\pm 5\%$ và giữ tới hiện tại

VỚI CHÍNH SÁCH NÀY, VIỆT NAM SẼ KHÔNG CÓ MỘT MỨC LÃI SUẤT THAM CHIẾU MÀ LÃI SUẤT SẼ PHỤ THUỘC VÀO DÒNG USD RA VÀO & CUNG CẦU TÍN DỤNG CỦA THỊ TRƯỜNG

CƠ CHẾ TRUYỀN DẪN CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VIỆT NAM:



(1) FFR tăng sẽ khiến đồng \$ trở nên hấp dẫn hơn (vừa an toàn, lãi suất \$ cao), vừa khiến chi phí vốn của đồng \$ tăng và dòng tiền sẽ có xu hướng rút từ các thị trường đang phát triển về Mỹ

(2) Nếu xu hướng dòng \$ bị rút/ vào Việt Nam quá mạnh, tỷ giá sẽ chạm trần (sàn) và từ đó SBV phải bán (mua) \$ nhằm giữ tỷ ổn định (*)

(3) SBV bán \$ sẽ hút VND vào từ hệ thống ngân hàng, trong khi đó những tổ chức mua \$ sẽ chuyển tiền về nước, lượng tiền trong hệ thống VN sẽ mất đi (ngược lại khi SBV mua \$), ảnh hưởng cung tiền Việt Nam

(4) Lượng tiền thay đổi sẽ ảnh hưởng tới lãi suất cho vay thị trường 1 thông qua các tỷ lệ an toàn. Vì khi tiền gửi giảm, các tỷ lệ LDR, SFLR sẽ tăng lên và ngân hàng khó cho vay hơn (*)

(5) SBV mua bán \$ cũng sẽ ảnh hưởng lượng tiền gửi tại SBV của các NHTM, từ đó ảnh hưởng lãi suất thị trường liên ngân hàng

(6) Kho bạc cũng có thể ảnh hưởng lượng tiền trong nền kinh tế khi kho bạc giải ngân để chi tiêu nội địa và tiền chuyển từ tài khoản của kho bạc sang tài khoản của cá nhân & doanh nghiệp

(7) Nhu cầu tín dụng sẽ ảnh hưởng tới lãi suất thị trường 1, khi tín dụng tăng chậm, ngân hàng sẽ khó cho vay và vì thế giảm lãi để thu hút khách hàng (ngược lại khi nhu cầu tín dụng cao)

(8) Lãi suất thị trường 1 sẽ ảnh hưởng lãi suất thị trường 2 (1 chiều), khi ngân hàng thừa tiền ở thị trường 1, các ngân hàng sẽ có nhiều dư địa cho vay lẫn nhau, đẩy lãi suất thị trường 2 thấp xuống theo (và ngược lại)

(9) Tiền gửi kho bạc để ở các ngân hàng Big 4 sẽ được các ngân hàng đẩy đem đi cho vay ở kênh liên ngân hàng, từ đó gián tiếp ảnh hưởng lãi suất thị trường 2

(10) Sự chênh lệch giữa lãi suất liên ngân hàng VN và Mỹ sẽ gián tiếp ảnh hưởng đến dòng \$ ra vào Việt Nam, đặc biệt là khi lãi suất VN < Lãi suất Mỹ (**). Để dòng tiền \$ vào Việt Nam, cần LS TT2 VND > USD

(11) Để điều tiết cho lãi suất thị trường 2, NHNN sẽ phát hành Bill, OMO nhằm bơm/hút thanh khoản trong ngắn hạn. Giao dịch này chỉ diễn ra khi thị trường bất ổn (quá dư/ thừa thanh khoản) (***)

(12) Lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu của Việt Nam không tác động tới mức lãi suất trong nền kinh tế vì không có giao dịch (hai lãi suất này chỉ dùng cho những ngân hàng cạnh tranh thanh khoản như SCB khi bị rút tiền quá nhiều, không dùng cho những ngân hàng khỏe mạnh). Các lãi suất này thể hiện ý chí của SBV trong điều hành, định hướng cho nền kinh tế

(*) Xem phụ lục (1) về ảnh hưởng của việc mua bán \$ với lượng tiền trong nền kinh tế

(**) Khi lãi suất liên ngân hàng VND < liên ngân hàng Mỹ, tỷ giá sẽ dễ gặp áp lực vì nắm giữ USD có lợi hơn (nhóm FDI thay vì chuyển vốn lưu động sang VND sẽ đầu cơ USD hoặc chuyển tiền về nước), đồng thời, ngân hàng cũng có động lực kinh doanh tỷ giá thông qua nghiệp vụ swap làm VND gặp áp lực mất giá lớn hơn

(***) Xem phụ lục (2) Về tác động của hoạt động thị trường mở lên lãi suất thị trường 2

CÁN CÂN THANH TOÁN (TỶ \$)	2019	2020	2021	2022	2023
A. CÁN CÂN VẮNG LAI (1 + 2 +3 +4)	12.2	15.1	-8.2	-1.1	25.7
1. Hàng hóa (ròng)	21.2	30.7	15.7	25.7	42.2
1.1. Hàng hóa: Xuất khẩu F.O.B	264.2	282.6	336.2	371.3	353.9
1.2. Hàng hóa: Nhập khẩu F.O.B	243.0	251.9	320.5	345.6	311.8
2. Dịch vụ (ròng)	-1.5	-10.3	-15.4	-12.6	-9.5
3. Thu nhập đầu tư (thu nhập sơ cấp) (ròng)	-16.8	-14.8	-18.7	-19.7	-19.9
4. Chuyển giao vãng lai (thu nhập thứ cấp) (ròng)	9.2	9.5	10.3	5.6	13.0
B. CÁN CÂN VỐN	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
C. CÁN CÂN TÀI CHÍNH (6+7+8)	19.0	8.5	30.8	9.5	-3.8
6. Đầu tư trực tiếp (ròng)	15.7	15.4	15.3	15.2	19.5
7. Đầu tư gián tiếp (ròng)	3.0	-1.3	0.3	1.5	-1.2
8. Đầu tư khác (ròng)	0.3	-5.7	15.3	-7.3	-22.0
D. LỖI VÀ SAI SÓT	-7.9	-6.9	-8.4	-31.1	-16.3
E. CÁN CÂN TỔNG THỂ	23.3	16.6	14.3	-22.7	5.6
F. DỰ TRỮ NGOẠI HỐI	23.3	16.6	14.3	-22.7	5.6

Gía trị hàng hóa, dịch vụ **xuất khẩu và nhập khẩu** ra vào Việt Nam là lớn nhất trong cán cân thanh toán

Lượng tiền các doanh nghiệp FDI đầu tư vào Việt Nam rồi **chuyển lợi nhuận về nước**

Kiểu bảo Việt Nam ở nước ngoài **gửi tiền về**, khá ổn định

FDI đầu tư mới vào Việt Nam

FII đầu tư mới vào Việt Nam

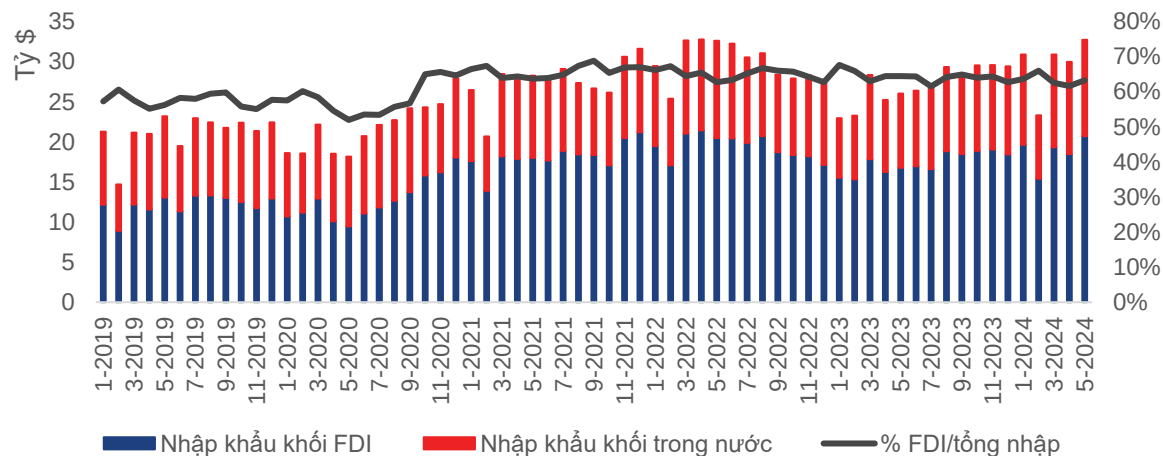
Các dòng tiền đầu tư khác vào Việt Nam:: **tiền gửi, cho vay, ODA,...**

Sự thay đổi trong dự trữ ngoại hối, thể **hiện lượng tiền \$ SBV mua vào/ bán ra** trong năm

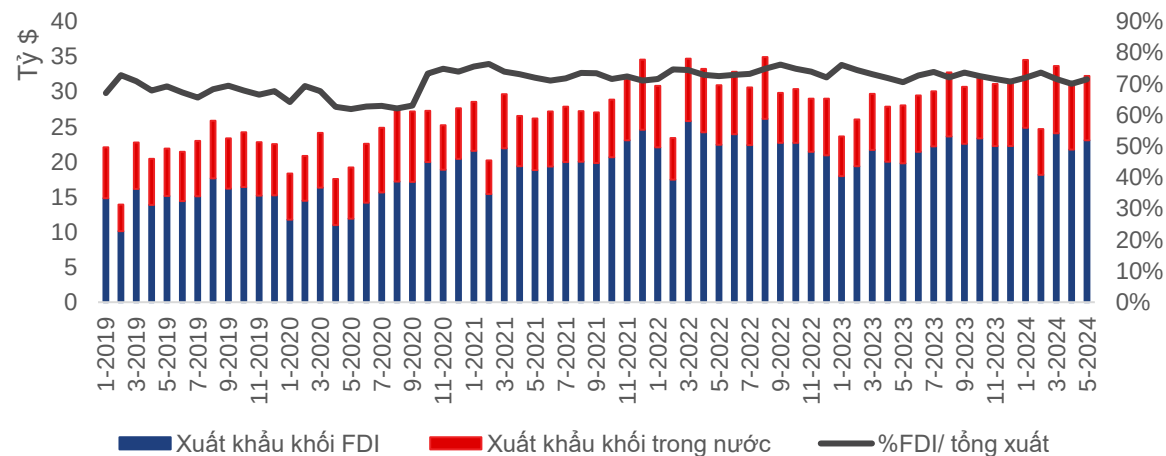
DO ĐÓ TÁC ĐỘNG CỦA NHÓM DOANH NGHIỆP FDI LÊN TỶ GIÁ LÀ RẤT LỚN KHI CÁC CÔNG TY NÀY CHIẾM PHẦN LỚN XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM

Nguồn: Fiinpro

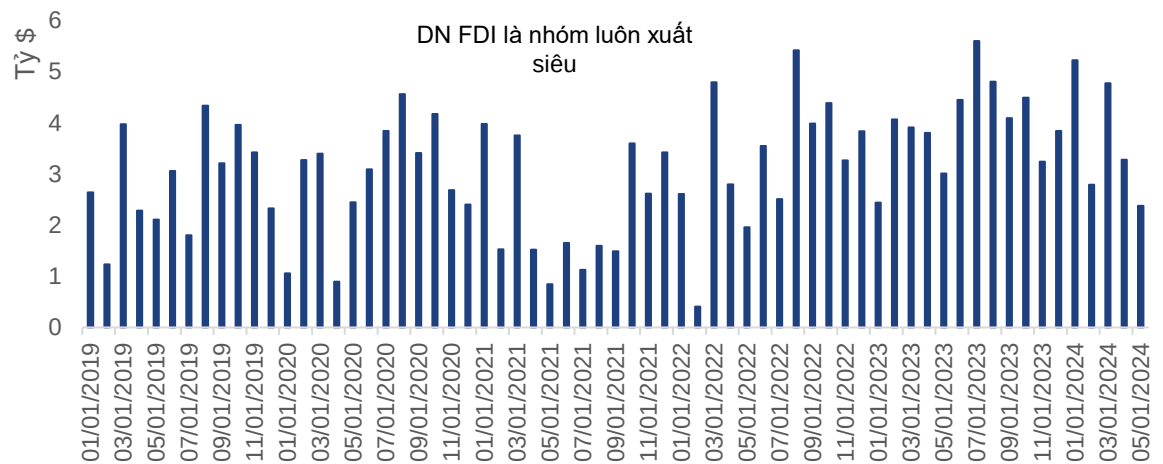
KIM NGẠCH NHẬP KHẨU VIỆT NAM THEO CHỦ THỂ



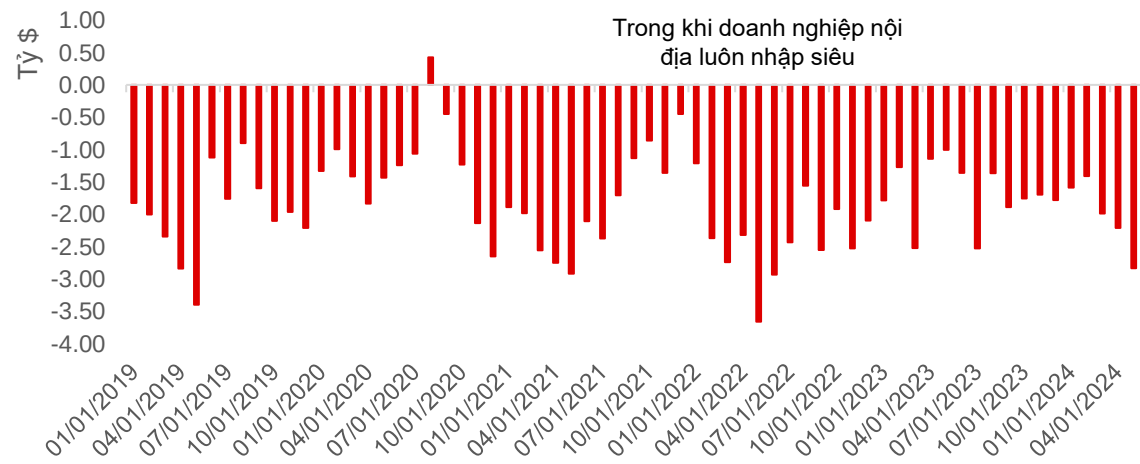
KIM NGẠCH XUẤT KHẨU VIỆT NAM THEO CHỦ THỂ



THẶNG DƯ XUẤT KHẨU KHỐI FDI



THẶNG DƯ XUẤT KHẨU KHỐI DN NỘI ĐỊA



QUY TRÌNH CÁC DOANH NGHIỆP FDI MUA BÁN \$ PHỤC VỤ SẢN XUẤT:

Bắt buộc phải chi \$ ra

Nhập khẩu
nguyên vật liệu

Mua \$ từ Ngân
hàng thương
mại

Đổi \$ sang
VND để chi
tiêu vốn lưu
động trong VN

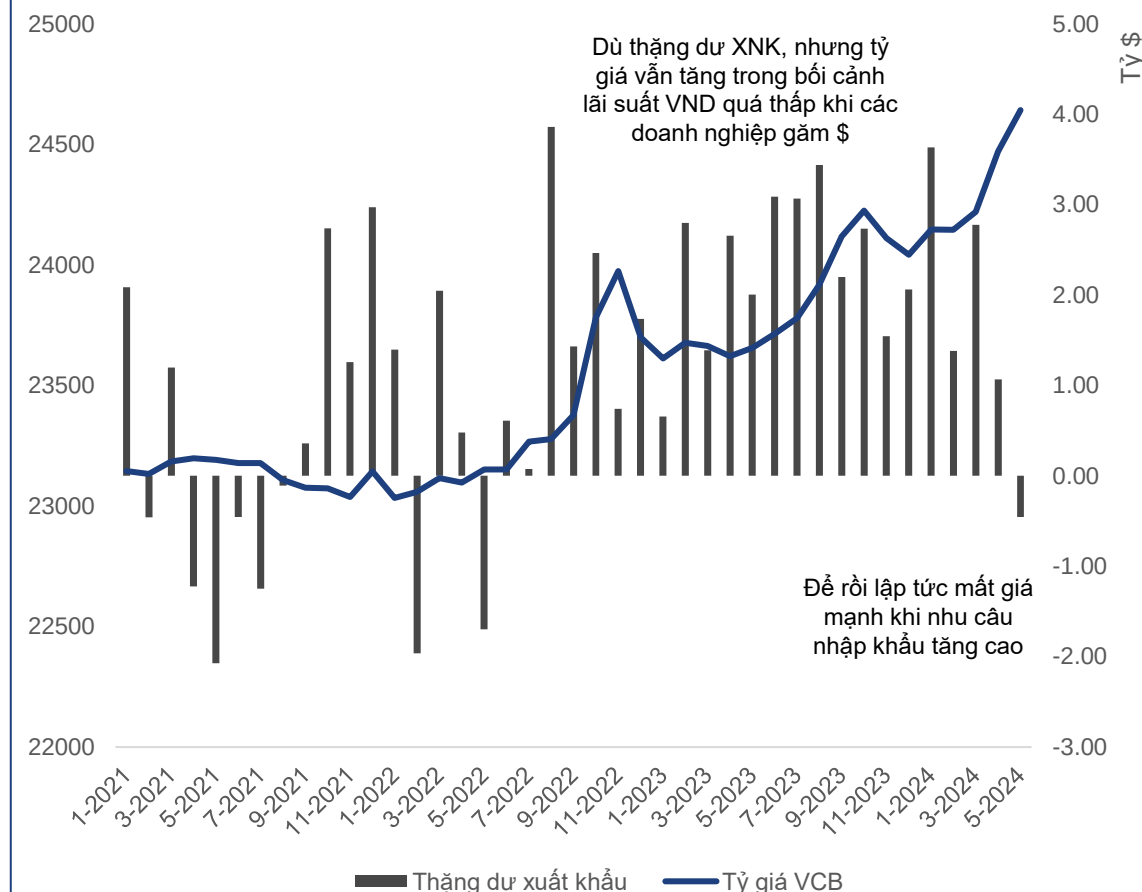
Gia công, sản
xuất

Xuất khẩu
thành phẩm

Thu \$ về **nhưng
không bắt buộc** phải
đổi ngay thành VND

- Doanh nghiệp FDI có thể **chuyển tiền \$ đó về nước/ giữ \$ nếu cảm thấy tỷ giá có khả năng mất giá trong tương lai**. Điều này đặc biệt dễ xảy ra khi **nền lãi suất liên ngân hàng VND < lãi suất liên ngân hàng USD (*)**
- Nhu cầu vốn lưu động giảm** cũng sẽ làm cho nhóm FDI càng có động lực giữ \$ (giảm nhu cầu đổi sang VND phục vụ sản xuất)

THẶNG DƯ XUẤT KHẨU VÀ TỶ GIÁ VCB

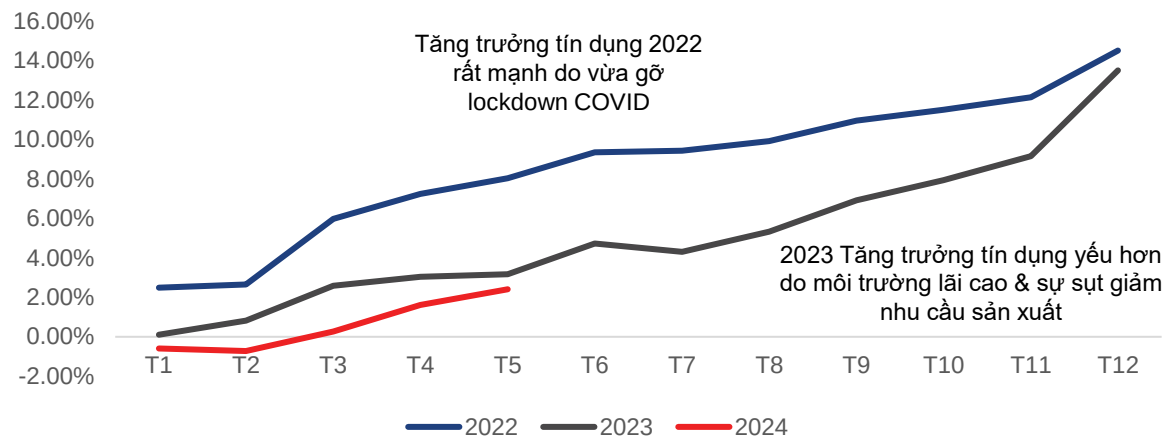


(*) Khi lãi suất liên ngân hàng VND < liên ngân hàng Mỹ, Ngân hàng sẽ có động lực đầu cơ tỷ giá & kiếm lời dựa trên các nghiệp vụ swap, làm tỷ giá VND có xu hướng mất giá. Một số doanh nghiệp FDI lớn cũng sẽ được offer lãi suất vốn lưu động dựa trên lãi suất thị trường 2, nếu lãi suất VND quá thấp họ sẽ có xu hướng giữ \$ hoặc chuyển về các chi nhánh khác ở nước ngoài để hưởng lãi suất USD cao hơn thay vì chuyển sang VND, để rồi có nguy cơ lỗ tỷ giá & tốn phí khi chuyển lại

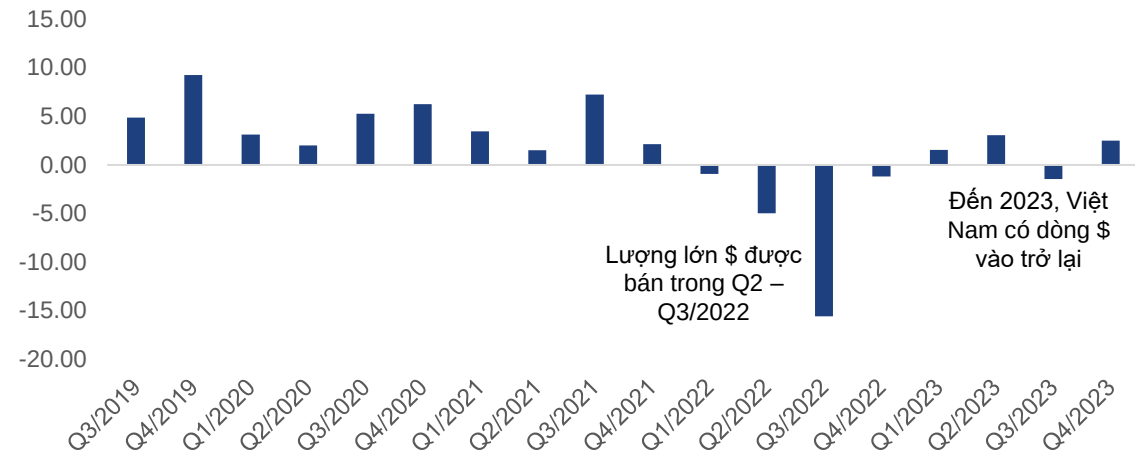
NHỮNG SBV PHẢI BÁN \$ DO TỶ GIÁ ÁP LỰC, KẾT HỢP VỚI NHU CẦU TÍN DỤNG CAO, LÃI SUẤT SẼ TĂNG MẠNH – TRƯỜNG HỢP CỦA NĂM 2022

Nguồn: SBV, FRED, VCB, Website các ngân hàng, TCSC

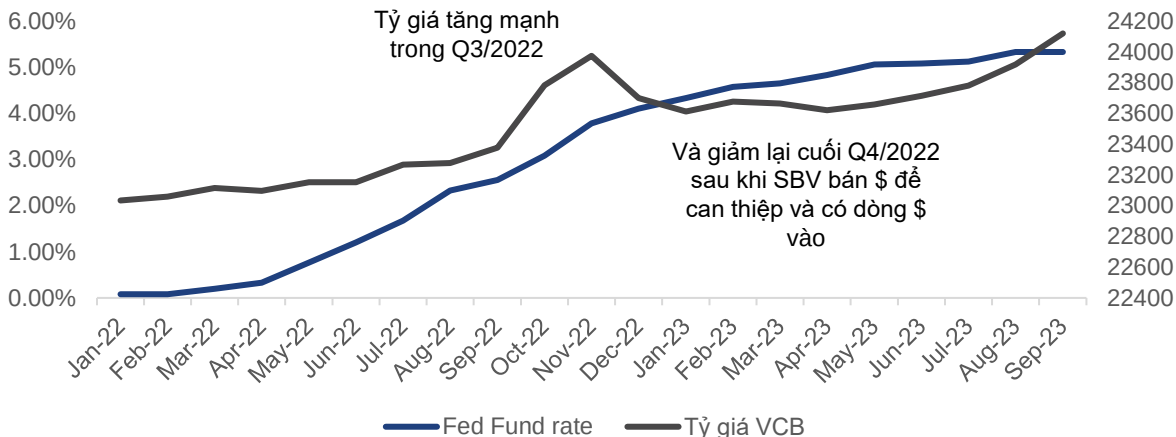
TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG VIỆT NAM CÁC NĂM



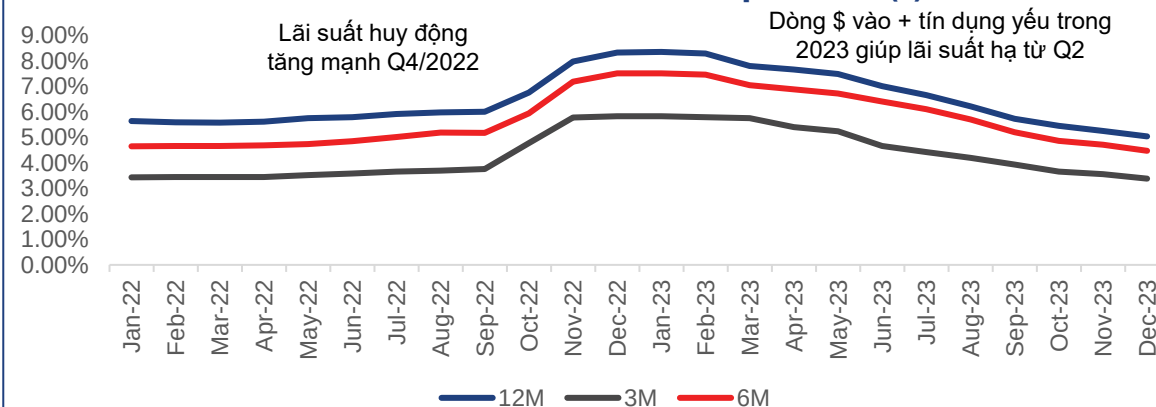
THAY ĐỔI TRONG DỰ TRỮ NGOẠI HỐI



FED FUND RATE & ÁP LỰC TỶ GIÁ



LÃI SUẤT HUY ĐỘNG TRUNG BÌNH CÁC KỲ HẠN CỦA CÁC NGÂN HÀNG VIỆT NAM (*)

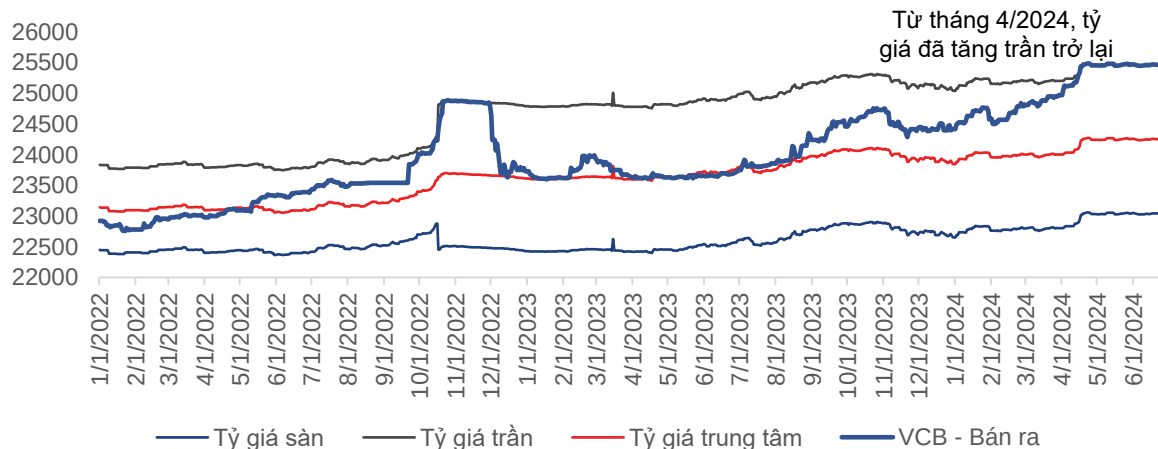


(*) Bao gồm các ngân hàng lớn trong ngành: ACB, Agribank, BID, CTG, HDB, MBB, MSB, OCB, STB, TCB, TPB, VIB, VCB, VPB

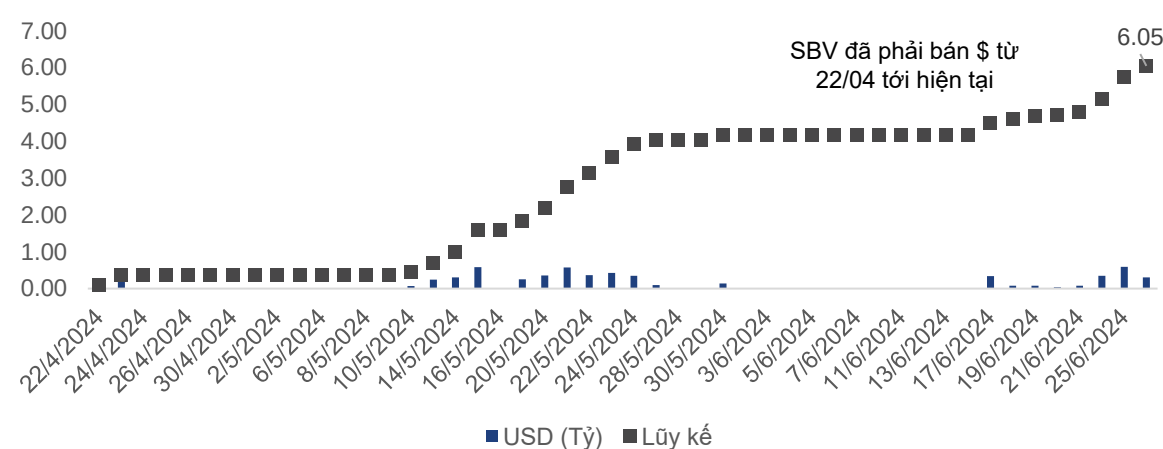
ĐẾN THỜI ĐIỂM HIỆN TẠI, TỶ GIÁ LẠI LẦN NỮA ÁP LỰC, TUY NHIÊN NHU CẦU TÍN DỤNG LẠI YẾU, KHIẾN CHO VIỆC TĂNG Lãi SUẤT CỦA CÁC NGÂN HÀNG CÒN CHẬM

Nguồn: SBV, VCB, ABB, TCSC

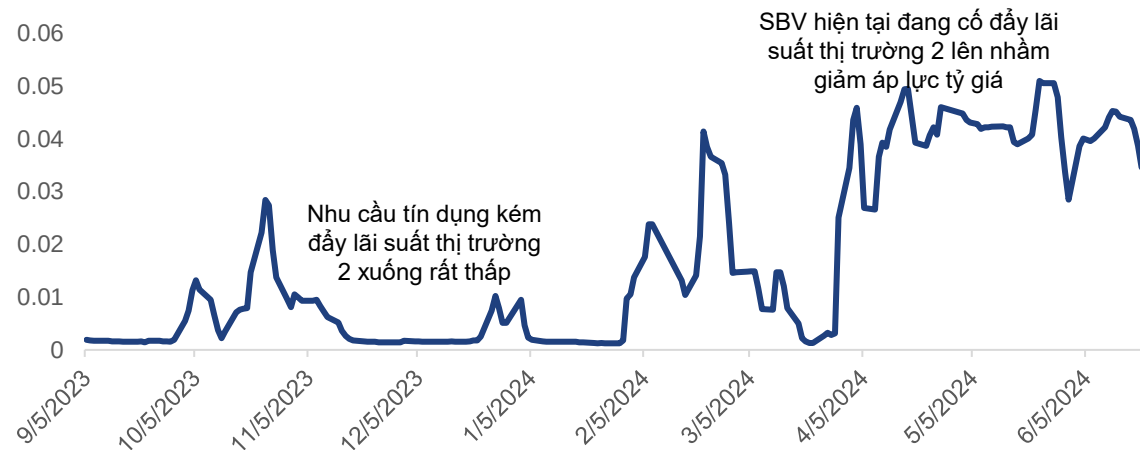
DIỄN BIẾN TỶ GIÁ USD/VND



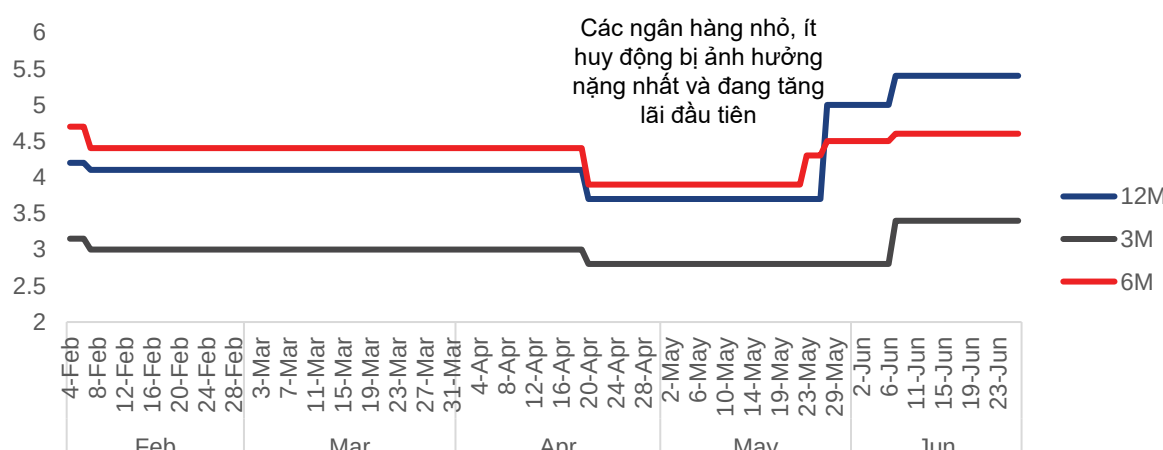
SBV BÁN USD TỪ 22/04 – 26/06



LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG QUA ĐÊM



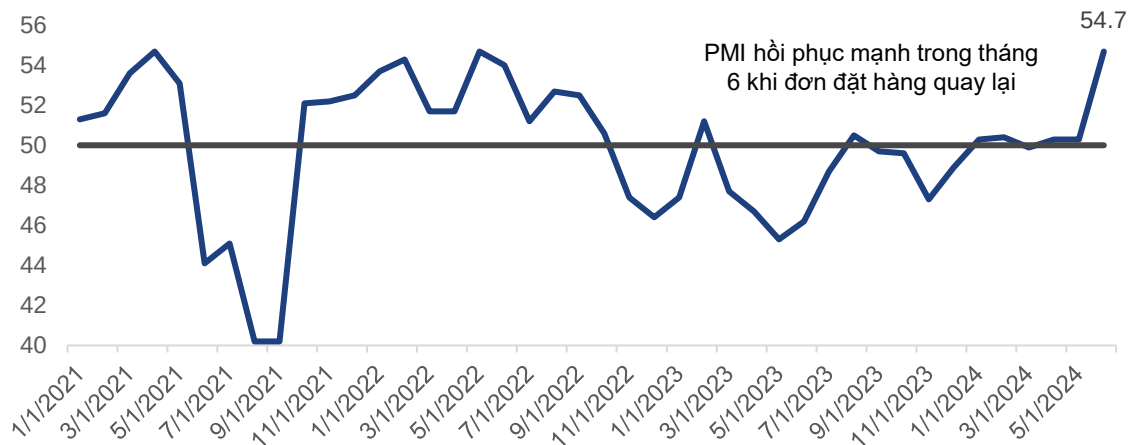
LÃI SUẤT HUY ĐỘNG ABB



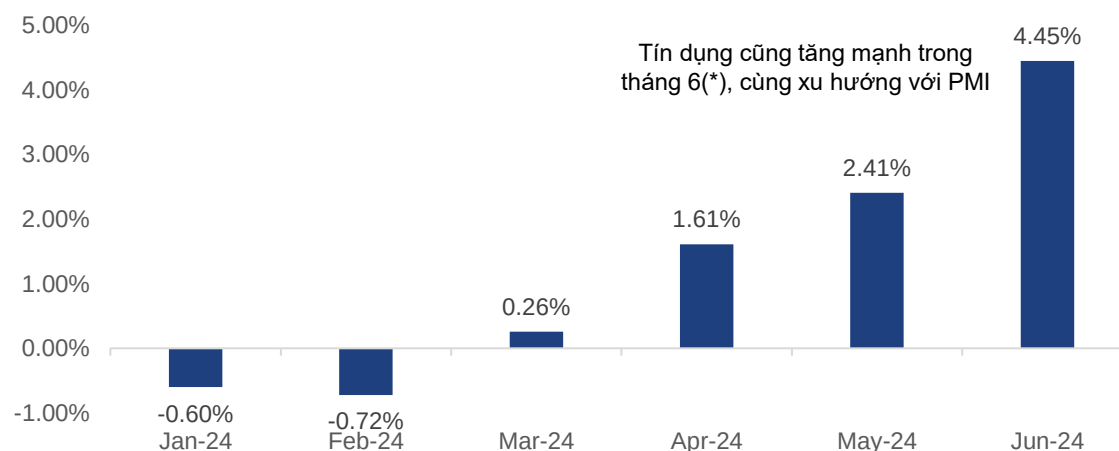
NHU CẦU TÍN DỤNG TĂNG TRỞ LẠI NỬA CUỐI NĂM 2024 CHẮC CHẮN SẼ LÀM LÃI SUẤT TĂNG LÊN, TUY NHIÊN Ở MỨC ĐỘ NÀO THÌ CÒN PHẢI PHỤ THUỘC VÀO NHIỀU BIẾN SỐ

Nguồn: GSO, CME, Investing, TCSC

CHỈ SỐ PMI VIỆT NAM



TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG 2024 (YTD)



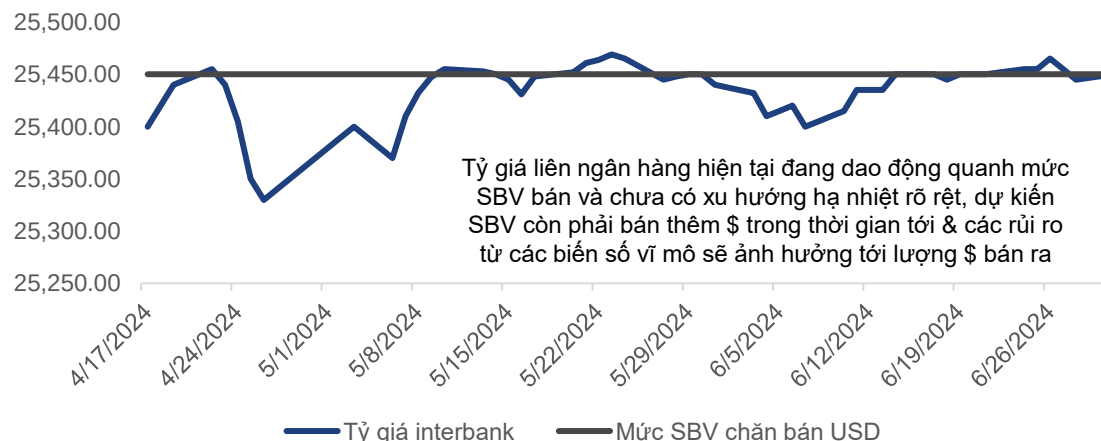
KỶ VỌNG VỀ FED FUND RATE SAU CUỘC HỌP 18/09 CỦA FED (25/06/2024)

TỔNG KẾT VÀ ĐÁNH GIÁ CÔNG VIỆC (2023/2024)									
	Hạ 2 lần					Hạ 1 lần		Không hạ lãi	
ĐIỂM %	(350-375)	(375-400)	(400-425)	(425-450)	(450-475)	(475-500)	(500-525)	(525-550)	(550-575)
31/01/24	0.16%	6.48%	45.23 %	41.78%	6.14%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%
29/02/24	0.00%	0.00%	0.14%	4.39%	26.77%	41.06%	23.31%	4.33%	0.00%
31/03/24	0.00%	0.00%	0.00%	1.56%	19.24%	42.33%	30.36%	6.50%	0.00%
30/04/24	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.42%	7.36%	38.08%	54.09%	0.06%
31/05/24	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	7.51%	47.01%	45.24%	0.00%
26/06/24	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.99%	56.35%	37.66%	0.00%

Ngay cả NĐT Mỹ cũng không chắc chắn và thay đổi kỳ vọng liên tục về đợt cắt giảm lãi suất đầu tiên, nếu FED không giảm vào tháng 9 như kỳ vọng, đồng \$ có thể lên giá trong ngắn hạn

(*) Dữ liệu tăng trưởng tín dụng tháng 6 tính tới ngày 24/06/2024

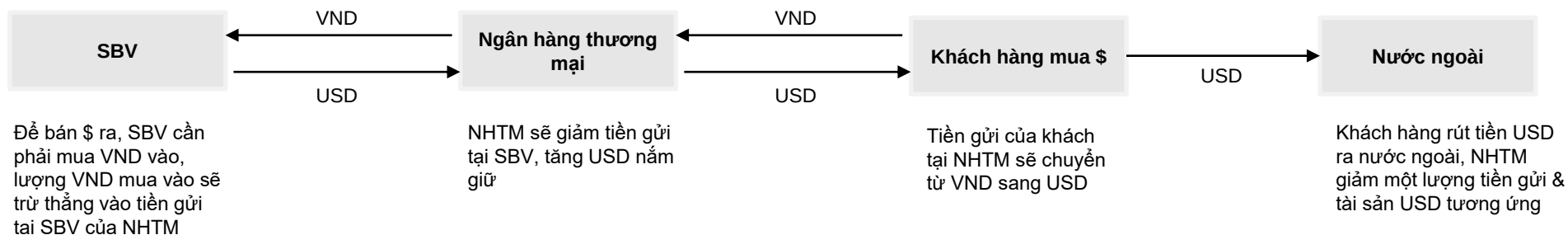
DIỄN BIẾN TỶ GIÁ LIÊN NGÂN HÀNG



SO SÁNH DIỄN BIẾN VĨ MÔ 2 NĂM 2022 & 2024

	2022	2024
Áp lực từ đồng \$	Áp lực rất cao vì FED chỉ vừa tăng lãi suất, NĐT hoang mang không biết mức tăng bao nhiêu, dẫn đến việc ồ ạt rút vốn về Mỹ, USD tăng giá mạnh	Fed fund rate đã đạt đỉnh và khả năng cao sẽ giảm trong năm. Tuy nhiên lãi suất Việt Nam thấp trong nửa đầu năm do tăng trưởng tín dụng yếu đã tạo áp lực lên tỷ giá, áp lực này ở mức vừa và có thể giảm khi: (1) FED bắt đầu giảm lãi suất, đồng USD yếu đi và dòng tiền USD quay lại Việt Nam hoặc: (2) Lãi suất thị trường 2 được nâng lên ngang FFR nhằm thu hẹp chênh lệch lãi suất VND-USD và dòng tiền USD quay lại Việt Nam
SBV bán \$	~23 tỷ \$	~6 tỷ \$ (có thể lên đến ~ 10 tỷ \$ trong thời gian tới nếu áp lực tỷ giá ngắn hạn lớn)
Tăng trưởng tín dụng	Rất cao vì nhu cầu sản xuất kinh doanh sau COVID, cũng như việc siết TPDN khiến các doanh nghiệp mất một kênh vay vốn, thậm chí còn phải vay ngân hàng để mua lại TPDN (các công ty BĐS)	Tăng trưởng tín dụng nửa đầu năm yếu nhưng sẽ tăng lại nửa cuối năm . Kênh TPDN đang hồi phục nhẹ
Môi trường lãi suất	Tăng rất mạnh từ cuối Q3/2022 (tăng 3-5% tùy ngân hàng) & phải đến cuối Q1/2024 mới dần dịu lại khi có dòng \$ quay trở lại + nhu cầu tăng trưởng tín dụng chậm dần	Hiện chỉ mới tăng nhẹ , tập trung các ngân hàng nhỏ (ABB, NAB,...). Sắp tới dự kiến sẽ tới các ngân hàng lớn dẫn tăng lãi suất . Tuy nhiên mức tăng dự kiến chỉ khoảng 1-1.5% so với đầu năm (dựa trên tình hình hiện tại) Tuy nhiên, vì lộ trình giảm lãi suất của FED kéo dài trong vòng 2-3 năm & mức lãi suất sau giảm không còn quay về 0% như trước, nên mức lãi suất rẻ như thời kỳ 2021 khó mà quay trở lại, ít nhất là trong ngắn hạn

QUY TRÌNH BÁN \$ CỦA SBV:



NHƯ VẬY, KHI SBV PHẢI BÁN \$ VÀ KHÁCH HÀNG RÚT TIỀN RA KHỎI VIỆT NAM, MỘT LƯỢNG TIỀN TƯƠNG ỨNG SẼ MẤT ĐI KHỎI NỀN KINH TẾ

TÁC ĐỘNG ĐẾN LÃI SUẤT:

Thông thường, các NHTM sẽ bị ràng buộc bởi các tỷ lệ an toàn để cân đối giữa huy động & cho vay, tiêu biểu là LDR:

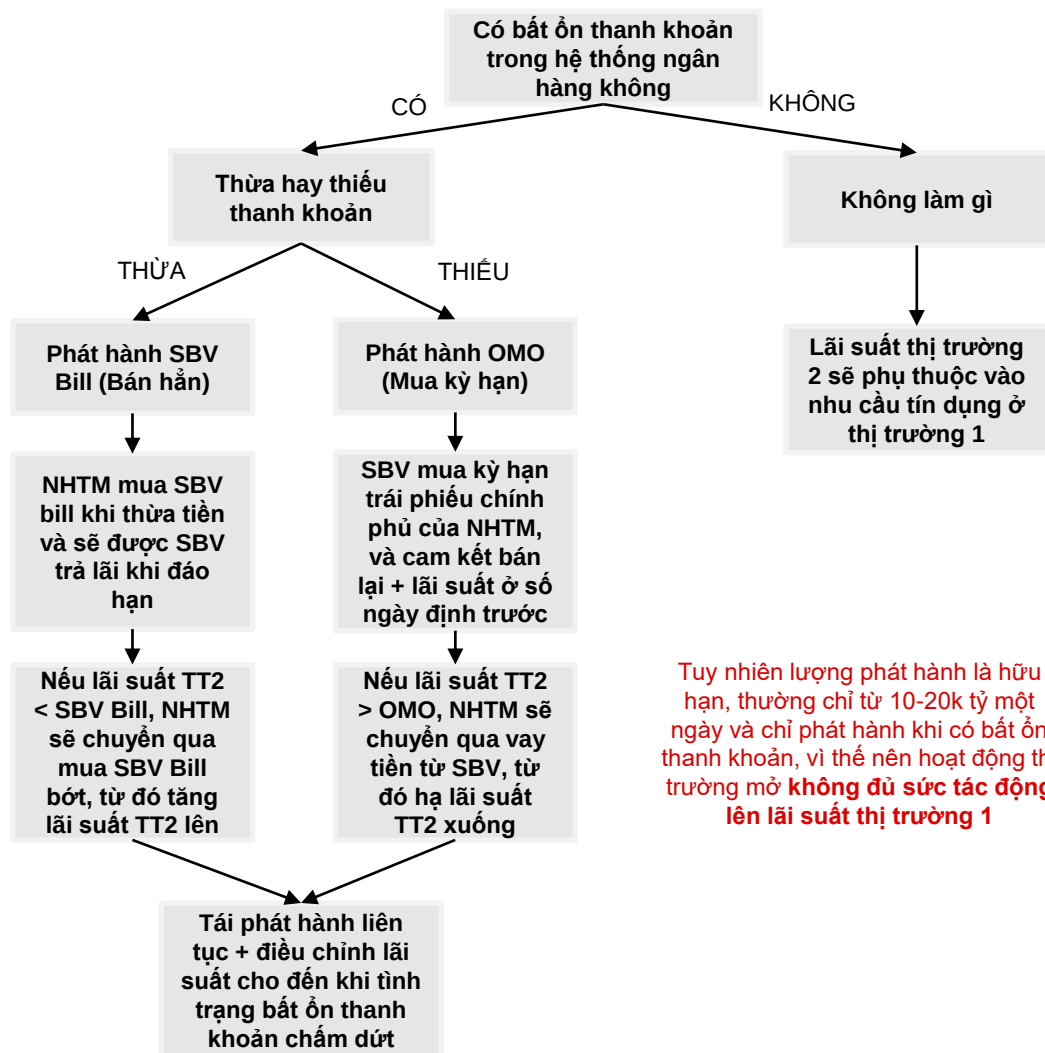
$$LDR = \frac{\text{CHO VAY THỊ TRƯỜNG 1}}{\text{HUY ĐỘNG THỊ TRƯỜNG 1} + \text{HUY ĐỘNG THỊ TRƯỜNG 2}}$$

Tăng lên nếu tăng trưởng tín dụng cao

Giảm đi khi SBV bán \$

NHƯ VẬY, KHI SBV PHẢI BÁN \$, LƯỢNG HUY ĐỘNG SẼ THIẾU HỤT SO VỚI TĂNG TRƯỞNG CHO VAY, LÀM LDR TĂNG LÊN VÀ CÁC NGÂN HÀNG PHẢI NÂNG LÃI SUẤT ĐỂ CẠNH TRANH TIỀN GỬI, TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG NHANH SẼ LÀM LDR TĂNG NHANH HƠN. CẦU TÍN DỤNG CAO + GIÁ VỐN LÃI SUẤT HUY ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG CAO, NGÂN HÀNG SẼ NÂNG LÃI SUẤT CHO VAY ĐỂ GIỮ BIÊN LỢI NHUẬN (LƯU Ý: NGOÀI LDR, VẪN CÒN CÁC TỶ LỆ AN TOÀN KHÁC MÀ NGÂN HÀNG PHẢI ĐẢM BẢO)

CƠ CHẾ HOẠT ĐỘNG CỦA HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG MỞ CỦA SBV:



KHỐI LƯỢNG THANH KHOẢN BƠM (HÚT) RÒNG THÔNG QUA HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG MỞ



LÃI SUẤT TRÚNG THẦU TÍN PHIẾU SBV & LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG



TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

PHẠM HOÀNG ÂN

Phó phòng phân tích

(028) 38 27 05 27, ext 8700

An.ph@tcsc.vn

PHẠM TIẾN THẮNG

Chuyên viên phân tích

Bán lẻ, F&B, Logistics & CNTT

(028) 38 27 05 27, ext 8702

Thang.pt@tcsc.vn

ĐINH KIẾN VƯƠNG

Chuyên viên phân tích

Ngân hàng & Kinh tế vĩ mô

(028) 38 27 05 27, ext 8705

Vuong.dk@tcsc.vn

TRẦN ANH KHOA

Nhân viên phân tích

Bán lẻ

(028) 38 27 05 27, ext 8706

Khoa.ta@tcsc.vn

TRẦN MINH QUÂN

Nhân viên phân tích

Dầu khí

(028) 38 27 05 27, ext 8704

Quan.tm@tcsc.vn

NGUYỄN PHƯƠNG TIẾN PHÁT

Nhân viên phân tích

Dệt may, Hóa chất, Gỗ & Thủy sản

(028) 38 27 05 27, ext 8701

Phat.npt@tcsc.vn

TRẦN LỰC

Nhân viên phân tích

Vận tải, cảng biển & mía đường

(028) 38 27 05 27, ext 8703

Luc.t@tcsc.vn